



HAL
open science

L'activisme des actionnaires minoritaires au sein du gouvernement des entreprises françaises

Carine Girard

► **To cite this version:**

Carine Girard. L'activisme des actionnaires minoritaires au sein du gouvernement des entreprises françaises. Gestion et management. Université de Bourgogne, 2001. Français. NNT : . tel-00854533

HAL Id: tel-00854533

<https://theses.hal.science/tel-00854533>

Submitted on 27 Aug 2013

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

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

**UNIVERSITE DE BOURGOGNE
FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES ET DE GESTION
INSTITUT D'ADMINISTRATION DES ENTREPRISES**

**L'ACTIVISME DES ACTIONNAIRES
MINORITAIRES AU SEIN DU GOUVERNEMENT
DES ENTREPRISES FRANCAISES**

**Thèse présentée et soutenue publiquement en vue de l'obtention
du Doctorat ès Sciences de Gestion Mention Finance par
Carine GIRARD**

20 décembre 2001

JURY

Directeur de recherche

**Monsieur Philippe DESBRIERES
Professeur à l'Université de Bourgogne**

Rapporteurs

**Monsieur Michel ALBOUY
Professeur à l'Université de Grenoble 2**

**Madame Edith GINGLINGER
Professeur à l'Université de Paris 12**

Suffragants

**Monsieur Gérard CHARREAUX
Professeur à l'Université de Bourgogne**

**Monsieur Hervé ALEXANDRE
Professeur à l'Université de Bourgogne**

« L'université n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans la thèse, celles-ci devant être considérées comme propres à leur auteur ».

A mon père

Remerciements

C'est avec une profonde gratitude que je remercie le Professeur Philippe Desbrières ainsi que le Professeur Gérard Charreaux qui, contre toute attente et dans des circonstances douloureuses, m'ont offert l'opportunité et les moyens de mener cette thèse ; sans leur soutien, ce travail n'aurait jamais vu le jour.

Je tiens à remercier tout particulièrement le Professeur Philippe Desbrières pour sa disponibilité et l'aide qu'il a toujours su m'apporter.

Je tiens à remercier le Professeur Gérard Charreaux et le Professeur Hervé Alexandre pour leurs conseils judicieux.

Je remercie la FNEGE pour m'avoir permis d'améliorer mes connaissances scientifiques et pour m'avoir offert l'opportunité d'effectuer un séjour de recherche à l'Université de Nottingham en m'acceptant au sein du CEFAG.

Je remercie également Guillaume Biot-Paquerot, doctorant à l'Université de Dijon, pour ses conseils statistiques.

Enfin, je remercie ma mère et mon frère pour leur réconfort, leur grande patience et leur aide indispensable et si précieuse.

Table des matières

ENCADRES

Encadré 1 :	Les recours des actionnaires minoritaires contre le visa de la COB 106
Encadré 2 :	Les condamnations civiles et pénales obtenues par l'AEDE dans le procès Sedri 116

FIGURES

Figure 1 :	Le modèle juridique de R. La Porta et al. : le processus d'arbitrage des actionnaires internes 53
Figure 2 :	Le modèle politique de M. J. Roe : le processus d'arbitrage des actionnaires contrôlants 54
Figure 3 :	Une proposition des étapes de résolution des problèmes liés à l'action collective 65
Figure 4 :	Le processus français d'activisme des actionnaires minoritaires 124
Figure 5 :	Le modèle explicatif de l'activisme des actionnaires minoritaires au sein des entreprises cotées 129
Figure 6 :	L'évolution des rentabilités anormales moyennes des sociétés visées 283

TABLEAUX

Tableau I.1 :	Les modèles d'activisme anglo-saxons 31
Tableau I.2 :	Une estimation du nombre d'actionnaires en France 33
Tableau I.3 :	Une comparaison internationale de l'actionnariat des sociétés cotées 34
Tableau I.4 :	Une comparaison internationale des contraintes juridiques liées à la tenue des assemblées générales 36
Tableau I.5 :	Le pourcentage de résolutions votées à moins de 96 % 38
Tableau I.6 :	La création des comités en 1998 41
Tableau I.7 :	Le nombre de dossiers analysés et transmis par la COB aux autorités judiciaires 97
Tableau I.8 :	Une typologie des mécanismes de protection des actionnaires minoritaires 125
Tableau II.1 :	Un résumé des résultats empiriques mesurant l'effet des amendements anti-OPA sur la richesse des actionnaires 153

Tableau II.2 : Les 10 fonds étrangers les plus actifs.....	174
Tableau II.3 : L'organisation et les objectifs d'activisme des fonds de pension américains	175
Tableau II.4 : La liste des actionnaires minoritaires dissidents connus	178
Tableau II.5 : Une typologie des actionnaires minoritaires actifs	182
Tableau II.6 : La liste de quelques associations d'investisseurs	186
Tableau II.7 : Une typologie de l'activisme des actionnaires minoritaires en France	199
Tableau III.1 : Une revue empirique - l'activisme anglo-saxon, le cadre théorique choisi et la problématique	
Tableau III.2 : Une revue empirique - les effets de l'activisme sur la richesse des actionnaires et sur le système de gouvernement des entreprises visées	227
Tableau III.3 : Un rappel des hypothèses théoriques relatives aux caractéristiques des entreprises visées	
Tableau III.4 : La mesure des variables explicatives des caractéristiques des entreprises visées	237
Tableau III.5 : L'échantillon de contrôle	244
Tableau III.6 : Une distribution des sociétés visées par secteur, capitalisation et année	245
Tableau III.7 : Les motifs d'activisme par année	246
Tableau III.8 : Les résultats de l'analyse univariée	249
Tableau III.9 : L'analyse multivariée sur la probabilité d'occurrence de l'activisme	256
Tableau III.10 : Un rappel des hypothèses théoriques relatives au succès de l'activisme des actionnaires	
Tableau III.11 : La mesure des variables explicatives du succès de l'activisme	263
Tableau III.12 : Le résultat de l'activisme et les activités d'influence par année	265
Tableau III.13 :	Les activités
Tableau III.14 : Les fréquences des motifs de contestation en fonction de l'identité des dissidents	267
Tableau III.15 :La matrice des variables explicatives en fonction des facteurs	271
Tableau III.16 :L'analyse multivariée sur la probabilité du succès de l'activisme	274
Tableau III.17 : ...Les rentabilités anormales moyennes et cumulées des sociétés visées	285
Tableau III.18 : Une analyse descriptive des RAMC en fonction du motif et de la forme de l'activisme	
Tableau III.19 : Les rentabilités anormales cumulées en fonction du motif de contestation et de la forme de l'activisme	
Tableau III.20 : Une synthèse des résultats empiriques de l'activisme français corroborant les hypothèses	

Introduction générale

Lors d'une discussion houleuse à l'Assemblée nationale en date du 20 octobre 1981, André Laignel asséna aux députés de l'opposition « Vous avez juridiquement tort parce que vous êtes politiquement minoritaires ». Cette cinglante apostrophe s'applique-t-elle aussi aux actionnaires minoritaires des entreprises ? Sont-ils livrés pieds et mains liés aux caprices des dirigeants ainsi qu'aux actionnaires majoritaires ?

Dans une société comme dans une démocratie les décisions se prennent à la majorité. Les actionnaires minoritaires possèdent des prérogatives juridiques qui leur permettent de s'exprimer en assemblée générale ou de vendre leurs actions en cas de divergence d'opinions sur la politique menée par la direction. Cependant, ces droits politiques et financiers destinés à protéger les petits porteurs ne sont pas toujours respectés.

En effet, nombreux sont les articles de presse où les mandants des actionnaires minoritaires se plaignent des « entraves à la démocratie actionnariale »¹, du « système des votes en blanc » qui permet au Président Directeur Général « d'obtenir le contrôle avec une part infime du capital »² ou de la présence de « pilules empoisonnées »³ qui « ne permettent pas au libre jeu des offres publiques d'achat de sanctionner les erreurs stratégiques »⁴.

D'abord individuellement, puis progressivement au sein des associations d'investisseurs, les actionnaires minoritaires tentèrent de contester les abus de la majorité et de la direction ou les modalités de certaines opérations financières, par la suite, ils cherchèrent à s'exprimer en assemblée générale n'hésitant plus à poser des questions aux directeurs généraux et allant même parfois jusqu'à demander leur démission comme c'est notamment le cas aux Etats-Unis.

La pression de ces associations de petits porteurs amènera d'ailleurs les autorités boursières à tenir compte de leurs besoins informationnels et de leurs revendications, en

¹ Propos de Pierre-Henry Leroy, président de la société de conseil Proxinvest, spécialisée en matière de politique de vote, dans *La Vie Française*, 13 au 19 mai 2001.

² Propos de Colette Neuville présidente de l'Association des Actionnaires Minoritaires recueillis dans *La Tribune*, « Des patrons inamovibles », 07 septembre 2001.

³ Les « pilules empoisonnées », appelées *poison pills* par les financiers anglo-saxon, permettent de limiter le nombre de droits de vote concentrés entre les mains des actionnaires externes ou indésirables.

⁴ In *La Tribune*, 07 septembre 2001.

renforçant la réglementation pesant sur les firmes cotées. Plusieurs « affaires » sont notamment à l'origine :

- de la suppression des offres publiques d'achat partielles (« affaires » Pinault-Printemps, Galeries Lafayette, Compagnie Internationale des Wagons Lits) ;
- de la détermination des modalités d'exercice des droits préférentiels de souscription (« affaire L' Amy ») ;
- de la définition du champ d'application ou des critères d'évaluation des offres publiques de retrait suivies d'un retrait obligatoire (« affaires » « Adam contre Société Générale-Havas », Sogenal, Avenir Havas Media) ;
- de la précision de l'étendue des compétences des autorités boursières sur les conditions des opérations publiques (« affaires » « A. Géniteau contre la société Elyo », « Mr Bückel contre la société Fermière du Casino Municipal de Cannes »).

Non seulement, la pression exercée par les actionnaires minoritaires a poussé le législateur à préciser la définition de certaines notions juridiques, mais leur insistance a également contraint celui-ci à améliorer leur protection juridique. Ainsi, la récente Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux « Nouvelles Régulations Economiques » prévoit l'abaissement des seuils juridiques de 10 % à 5 % nécessaires pour poser des questions écrites (C. com., art. L. 225-232), pour demander une expertise de gestion (C. com., art. L. 225-231), la liquidation de la société (C. com., art. L. 237-14), la désignation d'un mandataire de justice pour convoquer une assemblée générale (C. com., art. L. 225-232), ou la récusation du commissaire aux comptes (C. com., art. L. 225-230). Elle comporte également plusieurs dispositifs visant à améliorer l'information des actionnaires et notamment celles relatives aux rémunérations individuelles des dirigeants et aux conventions réglementées.

Enfin, notons que le pourcentage de contestations enregistrées lors des assemblées générales ne cesse de croître. Il est passé de 0,01 % il y a dix ans à près de 5 % aujourd'hui !

Pour les assemblées générales des sociétés françaises cotées tenues en 2000, les résolutions⁵ d'autorisation d'augmentation de capital sans droit préférentiel de souscription, de maintien des autorisations en période d'offre publique et de modifications

⁵ Cf. www.proxinvest.fr

statutaires limitant les droits des actionnaires ont reçu respectivement un taux d'approbation relativement bas de 95,10 %, 89,82 % et 93,92 %. Désormais, les dirigeants des sociétés cotées françaises se trouvent sous les feux croisés d'actionnaires minoritaires hétérogènes allant du petit porteur au défenseur de la valeur actionnariale et de celui du gouvernement des entreprises à l'actionnaire-salarié.

Précisons que les défenseurs du gouvernement des entreprises⁶ sont notamment des sociétés professionnelles comme la société Proxinvest mandaté par des actionnaires institutionnels, des associations de gestionnaires comme l'AFG-ASFFI (Association Française des Fonds et sociétés d'Investissements et de gestion d'actifs financiers) ou encore des fondations d'investissement telle la fondation suisse Ethos. Elles ont en commun de mener une politique de droits de vote caractérisée par une analyse de l'ordre du jour des assemblées et une formulation de positions de vote. Cet examen est fondé sur des lignes directrices qui reposent sur les principaux codes de bonne pratique en matière de gouvernement des entreprises comme ceux présentés par les deux rapports Viénot en France.

On trouve un exemple de leur action lors de l'assemblée générale de Vivendi tenue en avril 2000. Le conseil d'administration avait proposé aux actionnaires de limiter à 2 % les droits de vote d'un seul actionnaire. Cette limite permettait d'éviter une prise de pouvoir par un actionnaire indésirable. Au total 24 % des voix, dont celles d'Ethos et de Proxinvest, ont rejeté cette proposition. L'action de l'association AFG-ASFFI, quant-à-elle, se traduit par une demande pour plus de transparence dans l'exposé des résolutions présentées en assemblée générale, notamment sur les points touchant la nomination ou le renouvellement des administrateurs et sur les plans de *stock-options* accordés aux dirigeants.

C'est dans ce climat de suspicion entre les actionnaires minoritaires et une « collégialité » composée de l'équipe de direction et de membres affiliés, actionnaires ou non, qu'est né l'activisme actionnarial.

⁶ Selon G. Charreaux (1997, p. 421-422), « le système de gouvernement des entreprises recouvre l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants ».

Apparu aux Etats-Unis pendant les années 1980, l'activisme actionnarial a évolué et prend, de ce fait, plusieurs formes de représentation des intérêts des actionnaires minoritaires.

La procédure judiciaire américaine intitulée « *class action* » est la forme d'activisme la plus utilisée (H. de Vauplane, 1994 ; E. J. Weiss et J. S. Beckerman, 1995 ; L. Boré, 1995). Née après le krach boursier de 1929, elle permet à un actionnaire d'attaquer l'émetteur pour obtenir des dommages et intérêts sans engager de frais. Cette action individuelle peut se transformer en action collective si le plaignant arrive à convaincre le juge qu'il agit au nom de tous les actionnaires de la société concernée.

Lors des assemblées générales, des actions collectives dénommées « batailles de procuration » (« *proxy fights* » ou « *proxy contests* ») peuvent se dérouler entre différents groupes de pression qui cherchent à obtenir les procurations de votes des actionnaires « dans le but de révoquer les dirigeants en place ou de s'opposer à certaines décisions prises par la direction » (P. Milgrom et J. Roberts, 1997, p. 248). Ces « batailles de procuration » sont classées en fonction des objectifs poursuivis par les actionnaires dissidents (J. Pound, 1988) : l'acquisition du contrôle total de la société, l'obtention du contrôle partiel par leur nomination au conseil d'administration, l'approbation des clauses statutaires qualifiées « d'actionnariales » car proposées par les actionnaires minoritaires ou l'annulation des clauses « *managériales* » (les « pilules empoisonnées, par exemple) jugées comme négatives pour la valeur actionnariale.

Ayant commencé par des « confrontations épisodiques » (U. Bhattacharya, 1997, p. 1066), ce système est devenu un mécanisme de surveillance permanent, voire même un mécanisme de substitution des prises de contrôle (K. J. Rediker et A. Seth, 1995). Pendant les années 1990, les équipes dirigeantes, prenant conscience qu'en cas de sous performance boursière, elles pouvaient faire l'objet à tout moment d'une prise de contrôle et être ainsi révoquées, ont adopté dans leurs statuts un ensemble de mesures visant à les protéger. La « bataille de procuration » vient alors se substituer au mécanisme des prises de contrôle afin de sanctionner les dirigeants qui n'agissent pas dans l'intérêt de leurs actionnaires. Suite à la réforme américaine du règlement relatif aux « campagnes de procuration »⁷ et à la montée en puissance des actionnaires institutionnels (les fonds de pension publics et

⁷ Cette réforme a été instituée en 1992 par la SEC (*Securities and Exchange Commission*) et elle a permis d'abaisser les coûts d'une campagne de procuration en supprimant certaines contraintes de publicité, notamment sur les intentions de vote des actionnaires dissidents.

privés ainsi que les fonds mutuels), ce mécanisme a joué un rôle important au sein du système de gouvernement des entreprises américaines (B. S. Black, 1992 ; M. P. Smith, 1996).

Utilisé par les actionnaires institutionnels pour tenter d'intervenir dans la gestion des sociétés dans lesquelles ils détiennent une participation, cet activisme sera alors qualifié d'activisme institutionnel. Vu l'importance de leur participation minoritaire dans les sociétés dans lesquelles ils ont investi, il leur est en effet difficile de se retirer de la société sans subir une décote importante de leurs titres. Dès lors, les moyens de sanctionner les dirigeants des entreprises sous performantes sont de participer aux assemblées générales, de se faire représenter au conseil d'administration ou d'exercer une influence « latente » sur la direction (R. Chaganti et F. Damapour, 1991, p. 480).

La pression des fonds de pension *anglo-saxons* s'exerce alors par différents moyens comme la publication d'une liste noire des dix entreprises de l'indice SP500 les moins performantes par *The Council of Institutional Investors* ou celle par *the International Brotherhood of Teamster's Pension Fund* d'une liste de dirigeants non performants. Quant-à-lui, le fonds de pension américain CalPERS a institué au sein des entreprises américaines une « politique générale de vote » ou « *proxy voting guidelines* ». Une telle politique se constitue pour chaque résolution soumise à l'assemblée de « critères généraux de vote » (« *proxy voting guidelines* ») destinés à être appliqués par les fonds de pension. Ainsi, chaque fonds de pension possède sa propre stratégie (D. Del Guercio et J. Hawkins, 1999). Certains préfèrent favoriser le dialogue et la négociation avec la direction aux moyens d'activités informelles (appels téléphoniques, ...) avant de passer à une stratégie plus offensive.

L'activisme actionnarial ne cesse d'évoluer et, actuellement, émerge un activisme qualifié de social se manifestant par l'exercice socialement responsable de droits de vote en assemblées générales (T. A. Thompson et G. F. Davis, 1997). Il est initié par des églises, des congrégations religieuses (*Domini Social Investments*), des organisations non gouvernementales (*Center for Economic Justice*) ou des sociétés de gestion de Fonds Socialement Responsables (*Citizen Funds, Trillium Asset Management*).

Notre intérêt pour les actionnaires minoritaires en France est né de la médiatisation de conflits avec des actionnaires minoritaires, des évolutions récentes de la protection juridique française des actionnaires minoritaires et de l'abondance de la littérature

empirique américaine sur l'activisme actionnarial qui nous a conduit à nous interroger sur l'activisme des actionnaires minoritaires au sein des entreprises françaises.

- Exercent-ils une fonction de contre-pouvoir au sein du gouvernement des entreprises françaises ?
- Quelles sont leurs véritables motivations ? Quelles sont les décisions prises par l'entreprise qui les incitent à se rebeller ?
- Quels sont leurs moyens de pression ? Quels sont les systèmes de représentation des intérêts individuels et collectifs des actionnaires minoritaires ?
- Quelle est l'efficacité de la manifestation de leurs dissentiments ? Quels sont leurs effets sur les décisions de la direction et sur leur richesse ?
- Comment le marché financier et les autres membres de l'organisation perçoivent-ils leur action ?

De ces interrogations, émergent trois questions de recherche :

- Quelles sont les caractéristiques des entreprises visées par les actionnaires minoritaires ?
- Quels sont les facteurs explicatifs du succès de leur activisme ?
- Quels sont ses effets sur le système de gouvernement des entreprises concernées ?

Ces différents points nous ont amené à nous intéresser à la notion d'actionnaires minoritaires « actifs » ainsi qu'à celle d'activisme.

Les actionnaires minoritaires ont longtemps été définis comme des actionnaires hétérogènes, inorganisés, voire divisés. Réunis au sein d'une coalition, la minorité se présente comme un « reliquat » inorganisé n'ayant pas donné sa voix à la résolution proposée par la majorité. Adopter ses conclusions signifient nier le pouvoir d'action de la minorité dans la vie sociale. En fonction du pourcentage de capital détenu individuellement ou collectivement, elle pourra notamment intervenir dans la gestion de la société en posant des questions écrites, demandant l'insertion de projets de résolutions⁸ dans l'ordre du jour de l'assemblée générale et en cas de désaccords sur la politique de la direction, elle peut choisir d'exercer son droit de retrait.

Ainsi, cette minorité, qui se distingue « de l'actionnaire majoritaire et de l'actionnaire passif, occupe une situation originale dans la société qui explique et justifie

⁸ En France, il faut détenir 0,5 % du capital social pour pouvoir déposer une résolution d'actionnaire (soit environ 750 millions de francs chez Danone).

son droit d'intervention » (D. Schmidt, 1970, p. 3). Les actionnaires-bailleurs de fonds réclament des garanties sur la rentabilité de leurs titres alors que la minorité « cherche d'abord à faire entendre sa voix dans la gestion de la société et tente, sinon de conquérir le contrôle, du moins d'influer sur la valeur du titre par son intervention » (D. Schmidt, 1970, p. 8). Ainsi, l'opposition majoritaire-minoritaire ne se manifeste que lorsqu'il y a divergence d'opinions sur une question ou une décision donnée. Le groupe minoritaire ne doit donc être appréhendé que dans le cadre d'une décision ou une question controversée (P. Darquet, 1992).

Dans le cadre d'analyse de la gouvernance ou du « gouvernement des entreprises », une coalition minoritaire dissidente se forme dans un contexte conflictuel avec les dirigeants ou avec les actionnaires majoritaires des sociétés dans lesquelles elle a investi. L'action de cette minorité suscite alors la mise en place d'un ensemble de mécanismes alternatifs de gouvernement d'entreprises, comme les « batailles de procuration », les procédures judiciaires, l'activisme institutionnel, associationnel ou social, qui ont pour fonction de discipliner ou d'influencer les dirigeants (G. Charreaux, 1997b, p. 421) et les actionnaires majoritaires dont les décisions sont non conformes à leurs intérêts.

Considérer l'activisme des actionnaires minoritaires comme l'un des mécanismes de gouvernement des entreprises issu d'un jeu dynamique entre les dirigeants et les différentes parties prenantes à l'organisation, nous permet, non seulement, d'introduire l'idée d'une direction active, mais aussi, d'étudier le comportement stratégique et adaptatif de chaque catégorie d'actionnaires.

N'oublions pas que la minorité est « une notion non fondée sur la détention de capital mais sur l'idée de contrôle de fait fondée sur l'influence réelle exercée dans la société » (P. Bézard et P. Chaput, 1982, p. 481). Son activisme se traduit alors par la mise en place « d'activités d'influence destinées à influencer les décisions des autres dans son propre intérêt » (P. Milgrom et J. Roberts, 1997, p. 781).

Seule l'étude du comportement actif de chaque partie prenante, nous permet alors d'identifier cette minorité des autres actionnaires minoritaires. Comme le souligne D. Schmidt (1970, p. 8), la différence entre des actionnaires minoritaires « actifs »⁹ et

⁹ Selon les études *anglo-saxonnes*, les actionnaires « activistes » sont respectivement qualifiés de dissidents ou de rebelles. Au cours de nos développements, nous utilisons ces qualificatifs pour désigner les actionnaires minoritaires contestataires, objet de notre étude.

« passifs » est « psychologique, elle repose sur le mobile qui préside, non à l'acquisition des actions, mais au comportement du porteur du titre ».

S. J. Grossman et O. D. Hart (1986) attribuent l'origine du pouvoir des actionnaires à leurs droits résiduels¹⁰ attachés à leurs actions, droit qui se décompose en droit d'utiliser les actifs de la firme, de s'en approprier le produit de cession et de l'aliéner (droit à l'*usus*, au *fructus* et à l'*abusus*). La spécificité des apports des actionnaires minoritaires semble donc résider dans la mobilité de leurs titres financiers (G. Charreaux et Ph. Desbrières, 1998, p. 70) et constitue ainsi la meilleure des protections. En fonction de leurs anticipations sur la valeur future des *cash-flows* nets distribués, les actionnaires minoritaires sont « passifs » ou « actifs ». Les « passifs » gèrent leurs placements plus globalement, en constituant un portefeuille d'actions. Ils 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. Les « actifs » choisissent les actions qu'ils achètent ou vendent en surveillant les performances d'une entreprise particulière. En cas de sous-performance, ils choisissent soit de prendre la parole en assemblée générale pour exprimer leur dissension soit de se retirer de la société en vendant leur participation financière. Cependant, le fonctionnement de ces deux mécanismes de « prise de parole » et de « retrait » (A. O. Hirschman, 1970) peut être neutralisé par l'équipe de direction ; d'« actifs », les actionnaires minoritaires deviennent alors « activistes » et tenteront, sinon de conquérir le contrôle de la société, du moins d'influer sur la valeur de leurs titres au moyen d'un ensemble d'activités d'influence.

Cette première définition des actionnaires minoritaires « activistes » implique que l'équipe de direction lutte contre ces mécanismes de gouvernement des entreprises (« prise de parole » et « retrait ») en les paralysant ou en les utilisant à son avantage. Cette stratégie de neutralisation se traduit notamment par des phénomènes de collusions entre la direction et d'autres parties prenantes. Afin de tenir compte de ces ententes et de la grande variété des sources de conflits qui opposent, non seulement des actionnaires minoritaires « activistes » à une équipe de direction, mais aussi à des actionnaires majoritaires et/ou minoritaires, il nous a semblé nécessaire de définir, parallèlement à la coalition minoritaire dissidente, une seconde coalition composée de l'équipe de direction.

¹⁰ Un droit ou un gain est « résiduel » s'il n'est pas prévu et défini explicitement par les contrats et la Loi.

Contrairement à la minorité activiste, cette coalition détient le contrôle de la société car elle maîtrise les quatre étapes du processus décisionnel : l'initiation des projets réalisables, leur mise en œuvre, leur ratification et leur surveillance (E. F. Fama et M. C. Jensen, 1983). Elle sera par conséquent qualifiée de coalition de contrôle.

Ainsi, à travers l'analyse du comportement actif d'une coalition de contrôle et notamment de sa stratégie de neutralisation des mécanismes de gouvernement des entreprises, il nous est alors possible de comprendre les motivations réelles des actionnaires minoritaires à devenir « activistes ». Peut-on alors déduire de l'analyse de l'activisme que les actionnaires minoritaires exercent une fonction de pouvoir concurrent de celui de la coalition de contrôle dans le but d'apporter des améliorations profitables à l'ensemble des parties prenantes à l'organisation ?

Lors de l'assemblée générale de Danone tenue en mai 2001, les actionnaires ont été amenés à approuver un plan de rémunération de type « *stock option* » réservé aux cadres. Etant donné que la société venait d'annoncer un plan de restructuration impliquant la suppression de 1 700 emplois, plusieurs actionnaires minoritaires, notamment des fonds « éthiques », se sont opposés à ce plan jugeant son introduction inopportune.

L'approche partenariale de la gouvernance nous invite à étudier l'activisme des actionnaires minoritaires en vertu de sa capacité à créer de la valeur partenariale, dont « la mesure suppose une définition élargie de la rente organisationnelle, égale à la différence entre la somme des revenus évalués aux prix d'opportunité et celle des coûts d'opportunités pour les différents facteurs de production » (G. Charreaux, 2001a, p. 6).

Selon cette nouvelle approche du processus de création de la valeur, le risque résiduel est absorbé non seulement par les actionnaires mais aussi par les salariés ou les créanciers, voire les fournisseurs, les clients ou les pouvoirs publics. Dans ce cadre d'analyse, la pression exercée par des actionnaires minoritaires, cherchant à obtenir un partage de la valeur qui leur soit favorable, peut nuire à la croissance de la valeur partenariale *via* une politique de réduction du personnel où les salariés sont considérés comme une « variable d'ajustement »¹¹. Or, la création de la valeur repose sur les efforts des salariés et sur les compétences particulières offertes par les autres parties prenantes à l'organisation.

¹¹ Propos de Colette Neuville recueillis dans les pages de *Libération* à propos de Danone.

Selon le modèle financier de la gouvernance, l'activisme des actionnaires minoritaires est un « nouveau modèle de politique de gouvernement d'entreprise » (J. Pound, 1992) à l'origine de la mise en place de mécanismes alternatifs de gouvernement d'entreprises dont la finalité est l'amélioration de la valeur actionnariale.

La modélisation contractuelle de la formation de la valeur partenariale qui reste cependant limitée pour l'essentiel à la résolution des conflits d'intérêts nous conduit à analyser l'activisme des actionnaires minoritaires 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, dans le but de répondre à la problématique suivante : est-ce que l'activisme des actionnaires minoritaires est à l'origine de formes alternatives de gouvernement des entreprises qui améliorent le processus de création et de répartition de la valeur ?

Afin de répondre à cette problématique, notre travail se décline en trois temps.

Dans un premier temps, nous décrivons l'ampleur du phénomène à l'international et en France. Le développement de la « démocratie actionnariale », la présence de plus en plus forte des investisseurs institutionnels étrangers à la Bourse de Paris et la « judiciarisation » systématique et la médiatisation des contestations par les actionnaires minoritaires nous ont amené à essayer de mieux comprendre le processus d'activisme des actionnaires en nous focalisant, non seulement sur une recension du cadre théorique, mais aussi sur une analyse de la protection juridique des actionnaires minoritaires. Cette première partie a pour objectif de préciser les caractéristiques du modèle français de l'activisme des actionnaires minoritaires (**Partie I**) en comparaison du modèle américain et anglais.

Dans un deuxième temps, nous développons notre modèle théorique qui s'appuie sur l'étude du comportement actif de deux coalitions : une coalition de contrôle et une coalition minoritaire dissidente (**Partie II**). L'analyse de la stratégie de la coalition de contrôle nous permet d'énoncer un ensemble d'hypothèses relatives aux caractéristiques des entreprises visées par des actionnaires minoritaires dissidents. L'analyse processuelle de l'activisme des actionnaires minoritaires constitue la seconde étape nécessaire à la construction de notre modèle explicatif. L'activisme français présente ainsi la particularité de mettre en œuvre des mécanismes alternatifs de contrôle tels que la création ou le recours à une association d'actionnaires. Ce mécanisme de contrôle de nature intentionnelle,

spécifique ou non¹², présente l'avantage de remédier au problème du « passager clandestin ». La stratégie défensive ou offensive des actionnaires minoritaires se traduit généralement par le recours systématique à la procédure judiciaire en tant « qu'outil de gestion de la communication ». Or, le choix de ces activités d'influence dépend du comportement actif de la coalition dissidente et, nous supposons qu'il détermine la probabilité de succès de l'activisme. Dans une dernière étape, nous nous intéresserons essentiellement à l'effet de la résolution du processus d'activisme sur la valeur actionnariale.

Enfin, nous mettons nos hypothèses théoriques à l'épreuve des faits en utilisant plusieurs méthodologies statistiques, en accord avec la nature de nos variables, afin de tester quantitativement chacune de nos hypothèses théoriques (**Partie III**).

¹² « Est considéré comme spécifique, tout mécanisme propre à l'entreprise délimitant le pouvoir discrétionnaire des dirigeants, dans le sens où son action influence exclusivement les décisions des dirigeants de cette entreprise. » (G. Charreaux, 1997, p. 425).

PREMIERE PARTIE
APPROCHE DESCRIPTIVE
L'ACTIVISME DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES

L'activisme des actionnaires minoritaires est apparu aux Etats-Unis dans les années 1980. Les premières études empiriques *anglo-saxonnes* se sont intéressées à un nouveau mécanisme de contrôle mis en place par une grande diversité d'actionnaires « activistes » (P. Dodd et J. Warner, 1983 ; H. DeAngelo et L. DeAngelo, 1989 ; J. Pound, 1988). Ce « nouveau modèle de politique de gouvernement d'entreprise » (J. Pound, 1992) permet une surveillance flexible et vient se substituer au marché des prises de contrôle (K. J. Rediker et A. Seth, 1995). Cet activisme est alors initié par des actionnaires individuels et des groupes sociaux réunissant rarement plus de 10 % des droits de vote. En 1987, un activisme institutionnel et coordonné se forme. Il réunit en moyenne 34 % des droits de vote (D. Del Guercio et J. Hawkins, 1999, p. 296). A partir de 1996, des études empiriques se sont intéressées à d'autres formes d'activisme en tant que mécanismes alternatifs de contrôle. Ces actions collectives ont souvent été initiées par des investisseurs institutionnels (M. P. Smith, 1996) ou des associations (D. Strickland et *al.*, 1996) et plus récemment par des syndicats de salariés (S. J. Schwab et R. S. Thomas, 1998) ou par des unions religieuses (S. Choi, 2000). Elles ont pour objectif, non pas d'obtenir le contrôle minoritaire ou majoritaire de la société visée, mais d'influencer la gestion des sociétés en faisant directement des propositions de résolutions lors des assemblées générales. Dans de ce contexte, la problématique de l'activisme des actionnaires minoritaires tend à évoluer. D'abord analysé comme un mécanisme de substitution du marché des prises de contrôle ou comme une forme alternative de contrôle améliorant notamment la richesse des actionnaires minoritaires, il est aujourd'hui analysé comme un processus qui se caractérise par un ensemble d'activités d'influence dont les effets sur le processus de création et de répartition de la richesse créée restent encore indéterminés.

En France, l'activisme des actionnaires minoritaires n'a pas connu la même ampleur. La faculté des actionnaires minoritaires à influencer sur la valeur de leurs titres ou à influencer les décisions stratégiques reste limitée à l'exercice de leur droit d'action. Toutefois, le statut d'actionnaire minoritaire tend à évoluer. On parle « d'actionnaire-client » consommateur de produit financier, « d'actionnaire internaute » et récemment on a vu l'émergence d'une « démocratie actionnariale » voire d'une « culture actionnariale ». Afin de construire un modèle français d'activisme, nous décrivons, dans un première phase exploratoire, l'ampleur du phénomène à l'international et son développement en France (chapitre 1). Dans une deuxième phase théorique, nous

retracerons les problématiques liées à l'activisme (chapitre 2). Enfin, à partir d'une étude juridique, nous étudierons les caractéristiques du modèle français d'activisme (chapitre 3).

Chapitre 1.

Une étude exploratoire de l'activisme des actionnaires minoritaires

« Les batailles de procuration » sont peu fréquentes en France. Bien qu'il tend à diminuer, le taux d'absentéisme des actionnaires minoritaires reste encore élevé. Selon une étude de la société de conseil en communication Ecocom, présentée le 30 juin 1999, le nombre d'actionnaires individuels assistant aux assemblées générales des sociétés du CAC 40 passe d'une moyenne de 1 000 en 1998 à 1 200 en 1999. Plus d'un quart de ces sociétés attirent plus de deux mille personnes. Air Liquide est passé devant France Télécom avec 3 950 actionnaires présents, 3 500 pour France Télécom. Cependant, les assemblées qui se tiennent hors de Paris sont toujours peu fréquentées. En 1999, 1 055 questions ont été posées, soit une moyenne d'environ 27 questions par assemblée, contre 21 en 1998. L'année 2000 a connu, elle aussi, un fort activisme de la part des actionnaires minoritaires. L'assemblée générale du groupe André du 5 avril 2000 est l'une des premières « batailles de procuration » françaises ayant eu pour effet l'obtention du contrôle total par une coalition minoritaire dissidente composée de l'investisseur franco-américain, Guy Wyser Pratte et du fonds britannique NR Atticus. En Allemagne, récemment, l'assemblée générale de DaimlerChrysler a réuni plus de dix mille actionnaires pendant treize heures. Voit-on alors apparaître en France, voire en Europe, une nouvelle forme d'activisme des actionnaires minoritaires dont les caractéristiques seraient comparables à celles de l'activisme *anglo-saxon* ?

Afin de déterminer les caractéristiques de trois modèles étudiés, le modèle américain, le modèle anglais (section 1), et le modèle français (section 2), nous présenterons, en général, à partir d'enquêtes réalisées dans chaque pays, l'identité des actionnaires dissidents et, plus particulièrement, les groupes de *lobbying*¹³, leurs objectifs et les formes d'activisme adoptées dans chaque pays étudié.

¹³ Le *lobbying* est une activité exercée par un groupe de pression dont l'un des objectifs est de faire pression sur les autorités communautaires. Selon M. Attarça (1998, p. 75), les termes de *lobbying* (qui désigne « l'action d'influence de la décision publique »), de *lobbies* (ceux qui font du *lobbying*) ou de *lobbyists* (les agents mandatés par les *lobbies*) sont péjoratifs et ont été longtemps tabous en France.

Section 1. LES DEVELOPPEMENTS HISTORIQUES DE L'ACTIVISME DES ACTIONNAIRES : UNE COMPARAISON INTERNATIONALE

L'activisme des actionnaires minoritaires a connu un vive succès aux Etats-Unis (1.). Il est mis en place par une grande diversité d'actionnaires et prend des formes variées d'expression de leurs intérêts. Toutefois, les caractéristiques d'un modèle d'activisme des actionnaires minoritaires varient d'un pays à un autre comme nous le confirme l'étude en Angleterre (2.) de l'identité des actionnaires dissidents, de leurs objectifs et des groupes de *lobbying*.

1. Aux Etats Unis

Aux Etats Unis, le regroupement des actionnaires dissidents sous forme d'association est récent. C'est en 1986, que la première et la plus médiatique fut créée par le *raider* T. Boone Pickens¹⁴. La USA (*United Shareholders Association*) est au fur et à mesure de l'évolution de son action devenue un contre-pouvoir important agissant pour le développement du droit des actionnaires individuels et pour l'amélioration de la qualité des informations fournies par les sociétés. En 1996, ses membres estimant avoir réalisé son « objet social » l'ont dissoute.

Deux autres associations partageaient avec la USA le rôle de protection des actionnaires minoritaires en 1993 : le NCII (*National Council of Individual Investors*) et la NAIC (*National Association of Investors Corporation*). Cette dernière a pour objectif de donner une formation aux actionnaires individuels pour les initier à la Bourse et pour créer des clubs d'investissement. Enfin, le NCII créée en 1989 suite à l'affaire « Drexel Burnham Lambert, Inc » compte actuellement 800 membres. Elle est financée, comme toute association, par le versement de cotisations annuelles (49 dollars par an) et par des dons. Mais en réalité, il s'agit d'un groupe de *lobbying* intervenant pour le compte d'actionnaires individuels auprès des autorités réglementaires, des sociétés et des responsables gouvernementaux sur le plan fédéral et auprès des différents Etats. Ses cinq priorités sont les suivantes :

¹⁴ En septembre 1995, T. Boone Pickens, PDG de Mesa Inc., détenant 6,1 % du capital de ce groupe pétrolier, a été la cible du mécontentement de ses actionnaires. En effet, ces derniers lui reprochaient d'avoir fait adopter un « *golden parachute* » coûtant environ 20 millions de dollars en cas de changement de contrôle de certains dirigeants dans les deux années à suivre.

- renforcer la transparence et l'accès à l'information ;
- maintenir, voire renforcer le pouvoir et les moyens des autorités réglementaires ;
- préserver les recours judiciaires des actionnaires face aux abus des « *class actions* » ;
- améliorer l'éthique en matière de rémunération des intermédiaires financiers ;
- protéger les droits des actionnaires.

Les fonds de pension américains sont également devenus très actifs depuis qu'ils ont l'obligation de voter aux assemblées générales (recommandation du 29 juillet 1994). Leurs moyens de pression sont variés : *The Council of Institutional Investors* publie les dix entreprises de l'indice SP500 les moins performantes, *The International Brotherhood of Teamster's Pension Fund* fait paraître dans la presse une liste des dirigeants non performants. Le fonds de pension américain CalPERS (*California Public Employees Retirement System*) a institué, quant à lui, au sein des entreprises américaines une « politique générale de vote » ou « *proxy voting guidelines* ». Cette mesure consiste à soumettre à tout détenteur d'actions cotées des « critères généraux de vote » destinés à être appliqués lors du vote de chaque résolution présentée en assemblée générale.

De leur côté, les actionnaires individuels peuvent agir notamment par le biais des « batailles de procuration » et des actions judiciaires appelées « *class actions* » et « *derivative actions* ». Les petits porteurs utilisent leurs droits de vote pour former une coalition dissidente et déposer un ou plusieurs projets de résolution. En cas d'échec, ils peuvent intenter une à plusieurs actions en justice. La procédure de « *class action* » est une procédure américaine née après le krach boursier de 1929. Elle permet à un actionnaire d'attaquer l'émetteur pour obtenir des dommages et intérêts sans engager de frais. L'action individuelle peut se transformer en action en justice collective si le plaignant parvient à convaincre le juge qu'il agit au nom de tous les actionnaires de la société concernée. Ses effets peuvent être parfois pervers. Aux Etats-Unis, certains avocats peu scrupuleux de la Silicon Valley en ont fait un usage abusif. Il leur suffit de rassembler vingt personnes, de leur donner mille francs pour acheter une action et de profiter des faiblesses comptables pour attaquer, obtenir la documentation et exercer un chantage. La société soucieuse de son image transige. Depuis la Loi du 22 décembre 1995, les Américains ont mis des garde-fous. Le plaignant doit certifier qu'il n'a pas

acheté ses actions sur le conseil d'un avocat et qu'il ne percevra donc aucune autre rémunération que les dommages et intérêts octroyés. En outre, il doit avoir un intérêt personnel à agir, être « le plaignant le plus approprié », c'est à dire avoir l'intérêt financier le plus élevé dans la société attaquée. De cette manière, il ne peut pas y avoir d'ambiguïté sur son intérêt à ester en justice. Les fabricants de cigarettes aux Etats-Unis ont récemment pu mesurer l'étendue des dégâts susceptibles d'être causés par cette procédure. Attaqués en justice par les fumeurs de Floride devant la juridiction de l'Etat, ils ont été condamnés à verser une indemnité de 145 milliards de dollars (A. Petrovic, 2000, p. 46-47).

Une nouvelle forme d'activisme qualifiée de sociale a récemment fait son apparition. Cet activisme social est exercé par de nouvelles catégories d'investisseurs actifs composées d'investisseurs socialement responsables et des écoles ou des universités dirigées par des églises ou des congrégations religieuses (*Domini Social Investments*). Ce sont des organisations non gouvernementales (*Center for Economic Justice*) ou des sociétés de gestion de Fonds Socialement Responsables (*Citizens Funds, Trillium Asset Management*). Leur activisme se traduit, par exemple, par une campagne de boycott dirigée contre la Banque Mondiale. Ses conditions de prêts imposées aux gouvernements du Tiers Monde ont, en effet, fait l'objet de vives critiques. Le fonds de pension CalPERS s'implique très fortement dans ce type d'activisme. Il joue actuellement un rôle actif au sein des multinationales afin qu'elles luttent contre toutes atteintes aux droits de l'homme dans les pays en voie de développement. Ces principes appelés « *Global Sullivan Principles* » ont été adoptés par General Motors, Shell, British Airways, Texaco, Chevron, ..., mais aussi, par des organisations privées telles que la Chambre de commerce américaine. Ainsi, les résolutions déposées dans 142 des plus grandes sociétés américaines, lors des assemblées générales¹⁵ de l'année 2000, ont porté sur l'environnement (55 des 198 résolutions proposées) ; sur la responsabilité globale de l'entreprise (35 résolutions) ; sur l'égalité (31 résolutions) ; sur la santé internationale et le tabac (26 résolutions) ; sur le gouvernement d'entreprise et sur la rémunération des dirigeants (28 résolutions) ; sur la finance globale (13 résolutions) et sur le militarisme et la violence (10 résolutions). Entre 1991 et 1995, les actionnaires les

¹⁵ Cf. www.socialfinds.com ;
www.terra-nova.fr/SRI-in-Progress/Principales ;
www.globalsullivanprinciples.org.

plus actifs ont été *United Shareholders Association* et *Investors Rights Association of America* (S. Choi, 2000, p. 241). Ils ont déposé 133 résolutions. Les deuxièmes sont les fonds de pension publics avec 112 résolutions. On trouve ensuite les unions syndicales (84 résolutions) et les organisations religieuses (23 résolutions). Les syndicats de salariés jouent un rôle de plus en plus important. Depuis la Loi *Taft Hartley* de 1947, ils ont l'autorisation de gérer des fonds par catégories professionnelles. Ils représentent aujourd'hui 13 % des portefeuilles d'investissement américains.

2. En Angleterre

L'activisme anglais est un activisme institutionnel¹⁶ initié par des groupes de *lobbying* tels que NAPF (*National Association of Pension Fund*), ABI (*Association of British Insurers*) et PIRC (*Pension Investments Research Consultants*). Les deux premières associations exercent une activité d'influence pour l'adoption de droits de préemption et pour l'obligation d'indexer les plans d'actionnariat des salariés et les options d'actions détenues par les dirigeants sur la performance de long-terme. NAPF a, par exemple, créé un service portant sur l'évaluation de chaque résolution votée lors des assemblées générales des sociétés de l'index FT-SE 100. PIRC, créé en 1986, offre le même service sur les deux cent cinquante premières sociétés cotées. Ce dernier publie également un guide sur le comportement de vote basé sur des indicateurs de gouvernement d'entreprises tels que les ratios : nombre de directeurs exécutifs sur le nombre de directeurs non exécutifs ; la séparation des responsabilités détenues par les membres du conseil d'administration et l'existence de comités tels que les comités d'actionnaires ou de rémunération¹⁷. Sa mission est alors de contrôler les donations, la rémunération des dirigeants et la nomination d'administrateurs indépendants (C. E. Boros, 1995, p. 37). Son activité de *lobbying* a pour fonction de réformer les assemblées générales afin de faciliter la prise de parole des actionnaires individuels représentant collectivement leurs intérêts. PIRC est également un actionnaire actif qui joue le rôle de médiateur entre les différentes coalitions, dissidente et de contrôle. Dans l'affaire « Lonrho Africa »¹⁸, PIRC tenta, au moyen d'une réunion, de trouver un compromis entre les actionnaires « rebels » et la coalition de contrôle. Les deux

¹⁶ Selon T. Baums (1998, p. 563), les investisseurs institutionnels anglais représentent 60 % de la capitalisation boursière.

¹⁷ Cf. www.pirc.co.uk

¹⁸ In PIRC, 1998, « The Rorke's Drift of Proxy Fights : Lonrho Africa incumbents survive ».

actionnaires dissidents étaient un groupe d'investissement dénommé *Blakeney Management* et la société *African Lakes Corporation* qui détenaient ensemble plus de dix pour cent des actions et qui demandaient la révocation de trois administrateurs ainsi que la nomination d'administrateurs indépendants.

Les actionnaires individuels et institutionnels peuvent également représenter leurs intérêts en créant des associations. La plus connue est *U. K. Shareholders Association*. Il existe d'autres coalitions d'actionnaires actifs tels que *Active Value Fund*, les dissidents « *online* » (*Online activists*) et des groupes d'« activistes » qui luttent par exemple contre les expérimentations sur les animaux au sein des laboratoires de recherche tels que *Animal Welfare activists* au sein de la société *Huntingdon Life Sciences*.

Selon E. J. Boros (1995, p. 8), les contestations des actionnaires minoritaires portent sur : la violation des droits garantis par les statuts et par les articles ; les changements de ces articles ; la dilution des droits de vote ; les transactions privées des actionnaires de contrôle ; la négligence ou l'inefficacité des dirigeants ; la distribution insuffisante voire inexistante des bénéfices ; l'accès limité à l'information financière et la non liquidité des titres détenus.

Sur un échantillon constitué à partir du *Financial Times* de 1992 à 2000 et portant sur 57 sociétés cotées¹⁹, les premiers motifs de contestation portent sur la séparation des fonctions de président directeur général et de directeur général (17,3 % des motifs de contestations) et sur l'approbation de résolutions proposées par les actionnaires dissidents (16,3 % des motifs de contestations). En effet, le droit anglais laisse toute liberté en matière de composition du conseil d'administration. Dès lors, pour éviter la constitution d'un conseil d'administration trop homogène, le « Code de bonne conduite » issu du rapport Cadbury²⁰ recommande la nomination d'administrateurs indépendants.

¹⁹ Cf. annexe 1 pour le détail de l'étude descriptive que nous avons effectuée sur les sociétés cotées anglaises.

²⁰ En décembre 1992, le comité Cadbury a publié un « *Code of Best Practice* » portant sur le contrôle financier des sociétés cotées, les mécanismes de contrôle du conseil d'administration, le rôle des commissaires aux comptes, le rôle des administrateurs indépendants, la séparation des fonctions de Président et de Directeur Général et l'amélioration de la qualité de l'information. Les recommandations de ce code n'ont pas un caractère obligatoire. Cependant, toutes les sociétés cotées sur le *Stock Exchange*

Les fonds de pension anglais sont les plus actifs car ils exercent une pression sur les entreprises cotées afin qu'elles adoptent les critères formulés par le rapport Cadbury et par le rapport Hampel²¹. Suite au premier rapport, soixante pour cent des deux cent cinquante plus grandes sociétés anglaises ont introduit un comité de nomination²².

Les gérants de fonds ont deux stratégies d'activisme (S. L'Hélias, 1997, p. 166), une stratégie discrète basée sur des réunions avec la direction de l'entreprise afin que la publicité d'un conflit par les médias n'ait pas d'impact négatif sur l'évolution du cours boursier et une stratégie plus visible pratiquée par les gérants ayant une participation minoritaire « significative ». Cet activisme se traduit par différentes phases (B. Black et J. C. Coffee, 1997, p. 2085). La première se caractérise par un ensemble de discussions téléphoniques afin de trouver un compromis, la seconde a pour objectif de provoquer une réunion formelle voire une assemblée générale. Pour avoir une chance de réussir sa « bataille de procuration », la coalition dissidente doit rassembler au minimum 10 à 15 % des droits de vote. Cette étape est rarement atteinte, en général le message envoyé par les investisseurs institutionnels mécontents a été pris en considération par la coalition de contrôle qui aura trouvé depuis un compromis avec ces derniers. De plus, les investisseurs institutionnels anglais n'ont ni le temps ni la motivation de mener une « bataille de procuration » (C. Mallin, 1995, p. 2085). Ce comportement de vote des investisseurs institutionnels anglais devrait changer depuis que les investisseurs institutionnels américains ont l'obligation de voter aux assemblées générales des sociétés cotées étrangères (S. L'Hélias, 1997). En effet, certains investisseurs institutionnels américains tels que *Fidelity Investment International* sont très actifs au sein des sociétés cotées anglaises (cf. les affaires : NedLloyd ; Brown & Jackson ; Great Western Resources ; WPP et Cityvision ; *Financial Times*, 05 août 1992). Une étude de

doivent préciser, dans leurs prospectus et dans leurs rapports annuels, si elles agissent conformément au Code. A défaut, elles doivent indiquer de manière précise quelles recommandations n'ont pas été appliquées.

²¹ In « The Hampel Committee », 1996, *The Committee on Corporate Governance*, Manifest éd.

Ce comité présidé par Sir Ronald Hampel, président de la société ICI (Imperial Chemical Industries), mentionne l'obligation qu'ont les investisseurs institutionnels à voter aux assemblées générales. Mais il n'offre pas de mesure concrète pour améliorer le processus de vote. Il annonce deux recommandations afin d'améliorer le déroulement des assemblées générales : l'information transmise doit être la même que celle divulguée aux investisseurs institutionnels et les résultats des votes devront être portés à la connaissance du public.

²² In « The Financial Aspect of Corporate Governance, Compliance with the Code of Best Practice », 24 mai 1995.

PIRC réalisée en 1998 (*Financial Times*, 1^{re} décembre 1998) montre que le pourcentage de votes lors des assemblées générales a augmenté de 38 % à 46 % entre 1993 et 1998. 96 % des actionnaires votent en faveur de la coalition de contrôle, avant 1996 et depuis 91 %. La moyenne des votes s'opposant à la coalition de contrôle est passée de 0.64 % en 1993 à 1 % en 1998. Le plus fort taux de contestation a été de 27 % pour la réélection d'un administrateur-dirigeant. Les résolutions les plus impopulaires ont été celles qui proposent la réélection d'administrateurs-dirigeants. Cette enquête met également en évidence qu'en 1998, sur 172 sociétés cotées, 49 % n'ont pas divulgué les résultats de la « bataille de procuration ».

Ainsi, le modèle anglais (*cf.* tableau I.1) est caractérisé par un activisme institutionnel, coordonné, peu médiatisé qui repose sur des objectifs précis et issus des rapports Cadbury et Hampel. En Angleterre, le dépôt de projet de résolutions est moins répandu qu'aux Etats-Unis pour des raisons essentiellement juridiques (S. L'Hélias, 1997, p. 176). Il est en effet plus difficile pour un actionnaire mécontent d'une société anglaise de déposer des projets de résolutions que pour un actionnaire dissident d'une société américaine. Toutefois, les actionnaires américains ne semblent pas coordonner leurs efforts. Un groupe d'actionnaires qui détient 5 % du capital d'une société doit remplir le formulaire 13 D de la SEC (*Securities and Exchange Commission*) et il risque des poursuites judiciaires par la société ou par d'autres actionnaires si l'information transmise est incomplète (B. S. Black, 1992a ; J. C. Coffee, 1993). De plus, contrairement, aux investisseurs institutionnels américains, cette catégorie d'investisseurs anglais n'a pas l'obligation de voter aux assemblées générales. Ils préfèrent exercer une influence latente en communiquant directement entre eux et avec la coalition de contrôle pour éviter de supporter des coûts de coordination trop élevés (B. Black et J. C. Coffee, 1997, p. 2048).

Le modèle américain est le modèle d'activisme le plus complet et le plus varié. Il est mis en place par toutes les catégories d'actionnaires minoritaires actifs : les Fonds Socialement Responsables ; les associations d'actionnaires ; les unions syndicales ; les organisations religieuses ; les actionnaires individuels et les actionnaires institutionnels. On y trouve, par conséquent, des formes variées d'activisme telles que l'activisme social, l'activisme institutionnel, l'activisme individuel et l'activisme « associatif », mais aussi, un ensemble d'activités d'influence ayant pour objectifs : l'obtention d'un

contrôle minoritaire ou majoritaire au moyen d'une « bataille de procuration » ;
 l'adoption ou l'annulation d'une résolution proposée en assemblée générale ;
 l'indemnisation d'un préjudice subi au moyen d'une action judiciaire ou l'acquisition de
 rentes telles que la demande de réévaluation d'une prime de sortie.

Tableau I.1 : : Les modèles d'activisme anglo-saxons

	Modèle américain	Modèle anglais
Forme de l'activisme	Activisme social, institutionnel non coordonné et individuel	Activisme institutionnel et coordonné
L'identité des actionnaires dissidents	<ul style="list-style-type: none"> - les caisses de retraites gérées par les syndicats ; - les regroupements d'actionnaires « activistes », sous forme « associationnelle » (U. S. A.) ou non ; - les caisses de retraites de fonctionnaires comme CalPERS ou NYPF ; - les églises regroupées au sein de <i>Interfaith Center for Corporate Responsibility</i> ; (Centre interconfessionnel pour la responsabilité des entreprises). 	<ul style="list-style-type: none"> - les groupes de <i>lobbying</i> tels que NAPF, ABI et PIRC ; - les regroupements d'actionnaires « activistes », sous forme « associationnelle » (U. K. S. A.) ou non ; - les gérants de fonds comme <i>Active Value Fund</i>.
Les objectifs	Les objectifs sont très variés et ils sont fonction des attentes de chaque catégorie d'actionnaires « activistes ».	L'activisme institutionnel a pour objectif de mener une « bataille politique pour préserver un marché vigoureux de contrôle » (B. S. Black, 1998, p. 18).
Les activités d'influence	<ul style="list-style-type: none"> - Activisme institutionnel composé de plusieurs étapes : de négociations ; de pressions informelles ; médiatiques et de « batailles de procuration ». - Activisme individuel composé de <i>Class actions</i> ; de <i>derivative actions</i> et de « batailles de procurations ». 	Activisme plus ou moins visible composé de réunions informelles et formelles et de « batailles de procuration », dernière étape du processus non fréquemment atteinte. La voix consensuelle (la négociation) est privilégiée.

Section 2. L'EVOLUTION DE L'ACTIVISME EN FRANCE

L'évolution de l'activisme des actionnaires minoritaires français est fonction de plusieurs facteurs et notamment celui du contexte institutionnel. Ces dernières années, les épargnants français ont eu un engouement pour la Bourse. Leur présence aux assemblées générales des quarante premières sociétés françaises cotées est de plus en plus forte. Les cadres institutionnel et législatif encouragent les actionnaires à y participer. Cependant, ce nouveau phénomène de « démocratisation actionnariale » est-il aussi important qu'aux Etats-Unis ?

A partir de l'étude de la constitution de l'actionnariat français (1.), nous présenterons ce phénomène de « démocratisation actionnariale » (2.).

1. La constitution de l'actionnariat français

Plusieurs facteurs expliquent le phénomène de « démocratie actionnariale » qui gagne la France depuis le début des années 1990 : le développement de l'actionnariat individuel (1. 1.) et la montée en puissance des investisseurs institutionnels (1. 2.).

1. 1. Le développement de l'actionnariat individuel

De 1980 à 1998, la part de l'épargne des ménages en actions est passée de 5,6 % à 24 %. L'actionnariat individuel est très disparate, le nombre d'actionnaires des sociétés cotées à Paris n'était que de 1,7 millions en 1982. Suite à la première vague de privatisations de 1987, ce nombre est monté à 6,2 millions. Deux ans plus tard, il tombait à 3,7 millions. La deuxième vague de privatisations a incité de nouveau les Français à investir (5,3 millions) et, depuis 1994, le nombre d'actionnaires stagne. Toutefois, en mai 2001, ce nombre a de nouveau dépassé les 6 millions (*cf.* tableau I.2). Cependant, 2,8 millions d'actionnaires ne détiennent que des actions des privatisées. L'actionnariat individuel s'est diversifié ; les détenteurs d'actions se composent d'inactifs (35 %), de cadres (19 %), de professions intermédiaires (17 %), d'ouvriers (15 %), de commerçants ou d'artisans (6 %), d'employés (5 %) et d'agriculteurs

(3 %)²³. L'attrait pour l'actionnariat reste encore limité, seulement 12 % des Français interrogés par l'institut du sondage SOFRES possèdent des actions en 1997. Parallèlement, le pourcentage de capital détenu par les investisseurs institutionnels a augmenté. Ils détiennent, en 2001, plus de 40 % de la capitalisation boursière française.

Tableau I.2 : Une estimation du nombre d'actionnaires en France

	Déc. 92	Mai 94	Mai 95	Mai 96	Déc. 97	Mai 99	Mai 00	Mai 01
Actionnaires (en millions d'individus)	3.7	5.3	4.8	5.2	5.2	5.3	5.6	6.1

Source : Etude de Euronext-Banque de France-SOFRES, 10 juillet 2001, « Les porteurs de valeurs mobilières de placement en 2001 ».

En 2000, 40 % des salariés des entreprises du CAC 40 sont actionnaires. Ils sont un million en France. Deux pour cent de la capitalisation boursière²⁴ est détenue par les actionnaires salariés. Ils sont les premiers actionnaires dans certaines sociétés telles que la Société Générale (9,3 % des actions sont détenues par les actionnaires salariés), Saint-Gobain (4,5 % des actions détenues par les salariés) et Vivendi (3,4 % des actions détenues par les salariés²⁵). La Loi sur les Nouvelles Régulations Economiques (NRE) organise d'ailleurs une meilleure représentativité des actionnaires salariés. En effet, les sociétés seront tenues de prévoir une tranche réservée aux salariés à chacune de leur augmentation de capital. Tous les trois ans, les sociétés qui s'autofinancent, sans avoir à faire appel au marché financier, seront dans l'obligation de voter une résolution en faveur des associations des actionnaires salariés. Les assemblées générales sont également devenues les lieux d'expression de ces actionnaires (*cf.* les assemblées générales de Sanofi-Synthelabo et de TotalFina Elf tenues en 2001), mais aussi d'autres groupes de pression tels que les associations de protection du littoral qui ont exprimé leur mécontentement sur les conséquences du naufrage de l'Erika lors de l'assemblée générale de TotalFina Elf en 2001.

Alors qu'il existe 160 fonds de placement « éthiques » ou « responsables » aux Etats-Unis, ils sont peu nombreux en France. On en compte vingt huit dont les trois quarts ont été créés après 1999 (P. Y. Gomez, 2001, p. 200). On trouve notamment

²³ Source Banque de France, Paris Bourse SA, études SOFRES publiées en 1997.

²⁴ *Cf.* Bulletin de la COB, 1999, *L'actionnariat salarié en Europe*.

²⁵ *Cf.* www.actionnaireactif.com, adresse internet de la FAS, Fédération des Actionnaires Salariés.

l'Observatoire éthique des entreprises, l'Association Ethique et Investissement dont fait partie Sœur Nicole Reille et l'ARESE (Agence de Rating Social et Environnemental) créée en 1997²⁶. L'ARESE est une société anonyme constituée sur l'initiative des groupes Caisses d'épargne et Caisse des Dépôts et de Consignations qui réalise des analyses et des notations sur la durabilité sociale et environnementale des entreprises. Elle offre un outil de gestion aux investisseurs afin de les orienter dans leurs décisions d'investissement sur le long terme et, en complément de l'analyse financière traditionnelle, elle contribue à la création de fonds en actions intégrant des informations sociales et environnementales. Entre 1998 et 1999, cinq fonds basés sur les critères de développement durable ont été lancés en collaboration avec l'ARESE.

1. 2. La montée en puissance des actionnaires institutionnels

La présence des investisseurs institutionnels étrangers à la Bourse de Paris n'a pas cessé de croître, leur poids est devenu aussi important qu'aux Etats-Unis comme nous le montre le tableau suivant :

Tableau I.3 : Une comparaison internationale de l'actionariat des sociétés cotées

	USA (a)	Allemagne (a)	Japon (b)	Grande-Bretagne événement	France (d)
Grand public (en direct)	39 %	13 %	21,8 %	13 %	10,6 %
Salariés	28 %	-	-	22 %	3 %
dont <i>caisses de retraite</i>	18 %	4 %	4,7 %	20 %	-
Institutionnels (y compris grand public en indirect)	28 %	23 %	36,2 %	32 %	24 %
Entreprises	-	42 %	27 %	2 %	20,1 %
Etat	-	9 %	0,5 %	2 %	6 %
Investissement étranger	5 %	9 %	9,8 %	29 %	36,3 %

Source : P-Y Gomez, 2001, *La république des actionnaires*, p. 101.

(a) OCDE Financial Accounts ; (b) Tokyo Stock Exchange, mars 1998 ; (c) Office of National Statistics, Share Ownership, 1999; (d) Banque de France, juin 1999.

On peut remarquer qu'en juin 1999, le pourcentage des non résidents clients dans la capitalisation boursière des actions françaises cotées s'élève à 36,3 %²⁷. Ce chiffre ne cesse de croître pour atteindre 37,5 % de la capitalisation boursière au

²⁶ Cf. www.arese-sa.com

²⁷ Cf. Banque de France, 1999, « Comportements des agents économiques sur les marchés de valeurs mobilières au 2^e trimestre 1999 », *complément au Bulletin de la Banque de France*, n° 72, décembre.

troisième trimestre de l'année 2000²⁸. Cette augmentation est liée notamment au poids de plus en plus important des actionnaires institutionnels français et étrangers. Alors que leur présence au sein des sociétés françaises cotées est devenue importante (plusieurs sociétés du CAC 40 sont désormais détenues à plus de 50 % par ces investisseurs), les OPCVM (Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières) français ne détiennent que 7,17 % du capital des sociétés françaises en 1997 (F. Morin, 1998, p. 24).

Il est important de noter que si la présence des fonds d'investissement français est peu élevée, leur action a évolué. En effet, d'une certaine passivité, ils ont évolué récemment pour agir, souvent par le biais d'une association, au sein des sociétés dans lesquelles ils investissent. Ainsi, l'association professionnelle AFG-ASSFI (Association Française de Gestion - Association Française des Fonds et sociétés d'Investissements et de gestion d'actifs financiers)²⁹ a mandaté la société de conseils Proxinvest pour les alerter avant chaque assemblée générale de l'existence de résolutions « contraires aux règles élémentaires de la gouvernance d'entreprise » (A. Chaigneau, 2001, p. 10). Aussi, et selon les conseils de la société Proxinvest, les gérants de fonds ont contesté, au cours de l'assemblée générale de Vivendi, la résolution « fourre-tout » qui mélangeait le vote d'approbation de trois fusions successives (Vivendi, Seagram, Canal Plus) avec celui de la nomination de nouveaux administrateurs et celui sur les nouveaux statuts. La clause

²⁸ Cf. Banque de France, 2001, « Comportements des agents économiques sur les marchés de valeurs mobilières au 3^e trimestre 2000 », *complément au Bulletin de la Banque de France*, p. 12.

²⁹ Cf. www.shareholderaction.org et www.afg-assfi.com.

En juin 1998, l'AFG-ASSFI a publié un texte de recommandations adressé à ses adhérents concernant un « corps de règles » sur les positions de la profession par rapport au gouvernement d'entreprise et les votes des résolutions à l'assemblée générale. Ces recommandations portent principalement sur l'assemblée générale (sa tenue, l'information des actionnaires, le vote) et sur le conseil d'administration (principes, indépendance, rémunération, travail) dont voici une liste non exhaustive :

- l'abandon de la pratique des droits de vote double ;
- la suppression des dispositifs anti-OPA ;
- la renonciation du blocage des titres pendant cinq jours avant l'assemblée générale, disposition qui constitue un frein important à la participation des actionnaires. Le système de *record date* répond mieux aux préoccupations des sociétés de gestion.
- la limitation du nombre d'administrateurs à 16, alors que la Loi donne une limite de 24.
- la limitation du cumul des mandats à 3, aussi bien en nom propre qu'en représentation d'une personne morale. Cette limitation est portée à 5 pour les administrateurs indépendants. Cette exception s'explique par le fait que ces administrateurs, n'ayant pas d'activité salariée, doivent pouvoir vivre de leurs jetons de présence.
- la dissociation de la fonction de président et de la fonction de directeur général.
- la rédaction d'une charte de déontologie permettant d'engager l'administrateur dans ses obligations et ses responsabilités.

portant sur la réforme des statuts a été contestée par 17 % des votants et celle portant sur la nomination des administrateurs par 14 %. De même, lors de la fusion de la société Legrand avec la société Schneider, l'action en justice de l'ADAM (Association Des Actionnaires Minoritaires) dirigée par Colette Neuville a été soutenue par quelques gérants de fonds, notamment la société Tocqueville Finance, société de gestion du fonds de commun placement Ulysse.

Quant à l'activisme institutionnel des étrangers, il reste rare en France. La raison principale de ce manque d'intérêt résulte de la Loi française qui réserve le droit de vote pour les personnes morales à leurs mandataires. Ainsi, si un bulletin de vote émane d'un fonds de pension, il doit être signé par le président du fonds sous peine de nullité. La Loi ne reconnaît donc pas la chaîne des mandats applicables dans d'autres pays. En outre, les actions sont bloquées avant la tenue des assemblées générales. Ces contraintes juridiques n'incitent donc pas les actionnaires institutionnels à voter aux assemblées générales. Nous reprenons ces contraintes juridiques dans le tableau page ci-dessous.

Tableau I.4 : Une comparaison internationale des contraintes juridiques liées à la tenue des assemblées générales

Contraintes juridiques	Etats-Unis	Angleterre	Allemagne	France
Convocation des résolutions	28 jours*	28 jours*	30 jours*	15 jours*
Disposition des actions bloquées	non	non	oui (8 jours)	oui
Date limite d'envoi des procurations	AGO	2 jours*	AGO	5 jours*
Vote par fax	non	non	non	oui
Vote électronique	oui	non	non	non
Taux moyen de votes	83 %	39 %	58 %	nd

* Nombre de jours avant la tenue de l'assemblée générale ordinaire (AGO).

Sources : C. Mallin, 2001, « Institutional investors and voting practices : an international comparison », *Corporate Governance*, vol. 9, n° 2, p. 122

Nd : non disponible

A l'étude de ce tableau, on peut constater que les actionnaires minoritaires français connaissent de nombreux obstacles pour participer aux assemblées générales. On peut remarquer que les délais sont nettement plus brefs en France en comparaison à ceux en application dans les trois autres pays mentionnés. D'une part, les actions sont bloquées pendant une durée de cinq jours, alors qu'elles ne le sont pas ni aux Etats-Unis

ni en Angleterre et qu'elles le sont pour une durée de huit jours en Allemagne. D'autre part, la durée de sollicitation des votes par une éventuelle coalition minoritaire est de dix jours (la convocation est reçue quinze jours avant la tenue de l'assemblée et le mandat de vote doit être retourné au moins cinq jours avant l'assemblée générale). On constate que, d'une manière générale, ce laps de temps est beaucoup plus long dans les trois pays étudiés. En effet, la convocation aux assemblées générales doit être au moins de vingt huit jours (Etats-Unis, Angleterre) voire de trente jours (Allemagne). De plus, les procurations peuvent être reçues le jour même de l'assemblée générale pour les Etats-Unis et l'Allemagne et seulement de deux jours avant pour l'Angleterre. Ces dispositions législatives encouragent les actionnaires minoritaires à participer activement aux décisions stratégiques, financières et d'investissement proposées par l'entreprise. Toutefois, des réformes ont été entreprises pour voir apparaître en France une plus grande « démocratie actionnariale ».

2. L'apparition d'une « démocratie actionnariale »

Nombreuses sont les études qui montrent une participation de plus en plus active des actionnaires minoritaires aux assemblées générales (2. 1.). Or, ce nouveau phénomène est lié à l'influence de l'environnement institutionnel (2. 2.) qui a connu de nombreuses réformes.

2. 1. La participation des actionnaires minoritaires aux assemblées générales

Selon une enquête réalisée par la société Proxinvest (*Les Echos*, 19 mai 2000), le taux global de contestations portant sur 7057 résolutions présentées et adoptées en assemblées générales en 1998 pour quelques trois cents sociétés françaises est de 8,82 %, 11 % pour les sociétés du CAC 40. Les contestations portent essentiellement sur les autorisations d'augmentation de capital sans droit préférentiel des souscriptions³⁰. Des refus ont été essayés par Unibail, Scor et Elf Aquitaine, quant-à-elle, a préféré retirer la résolution. Sur trente neuf sociétés du CAC 40 observées par la

³⁰ Le droit préférentiel de souscription, prévu dans l'Union Européenne, est réservé par préférence aux actionnaires anciens, proportionnellement à la partie du capital représentée par leurs actions, lors des augmentations de capital souscrites par apports en numéraire (2^e Directive n° 77/91 CEE du Conseil du 13 Déc. 1976, art. 29, al. 1).

société Proxinvest et par l'association AFG-ASFFI, au cours des assemblées générales de l'année 2000, on remarquait que vingt et un projets de résolutions portaient sur la limitation de l'exercice des droits de vote des actionnaires minoritaires. Les autres projets de résolutions contraires aux intérêts des actionnaires minoritaires et proposés au cours de cette année ont été les suivants : les dispositifs anti-OPA (Offre Publique d'Achat) (18 projets de résolutions), les limitations des droits de vote (au nombre de 3), le cumul de mandats d'administrateur (au nombre de 13), un nombre excessif d'administrateurs pour le conseil d'administration (au nombre de 4), aucune information sur la personne même du candidat administrateur (au nombre de 1) et une limite d'âge d'administrateur dépassée (au nombre de 1).

L'étude de C. Parier (1997, p. 38), qui porte sur le taux d'approbation des résolutions votées lors de 408 assemblées générales de sociétés françaises cotées, montre que le pourcentage de résolutions contestées par an est en progression depuis 1992 (tableau I.5). La résolution la plus contestée est celle maintenant les autorisations d'augmentation de capital en période d'OPA-OPE (Offre Publique d'Achat et Offre Publique d'Echange). Elle représente 18 % des résolutions votées à moins de 96 %. Un quart des sociétés du CAC 40 sont encore dotées de cette arme anti-OPA (Crédit Lyonnais, Cap Gémini, Sanofi-Synthélabo) (F. Rémon, 2001, p. 14). Ce phénomène est important si l'on sait que le taux moyen d'approbations est de 99 % et que la participation d'un actionnaire important tel que celle des investisseurs institutionnels est de 4 % en moyenne (C. Parier, 1997, p. 31).

Tableau I.5 : Le pourcentage de résolutions votées à moins de 96 %
(nombre total de résolutions de 236)

1992	1993	1994	1995	1996	1997
1,27 %	2,99 %	5,084 %	13,13 %	37,2 %	38,5 %

Source : C. Parier, 1997, « L'activisme de l'actionnaire peut-il être une alternative aux modes traditionnels de surveillance des managers ? », Mémoire de DEA, Institut d'Etudes Politiques de Paris, p. 31.

L'année 2000 s'est traduite, pour la première fois en France, par le succès d'une « bataille de procuration » qui a permis à deux actionnaires minoritaires financiers d'obtenir le contrôle majoritaire du groupe André. Ce renversement de tendance est lié aux activités d'influence des actionnaires institutionnels anglo-saxons et à la diminution

des opérations de restructuration. Cependant, peut-on en conclure que le modèle français d'activisme converge vers le modèle américain, composé de « batailles de procuration » et d'actions judiciaires ? L'évolution positive du taux de contestation en assemblées générales témoigne-t-elle d'un changement de comportement des actionnaires minoritaires ? Quelles sont les motivations nouvelles des actionnaires minoritaires à participer aux assemblées générales ?

2. 2. L'influence de l'environnement institutionnel

L'étude de la société Ecom, sur les assemblées générales ordinaires et extraordinaires des sociétés du CAC 40 qui se sont tenues du 30 mars 2000 (Carrefour) au 29 juin 2000 (Casino et Saint Gobain), montre que sur les 661 résolutions présentées, une seule n'a pas été approuvée³¹ (*La Tribune-Desfossés*, 06 juillet 2000). Cette enquête souligne également l'existence de deux types d'actionnaires : les actionnaires « en promenade » et les « quasi-professionnels ». Les premiers sont attachés au cadeau (42 % des entreprises en ont offert cette année contre 16 % l'an dernier) et au cocktail (12 % n'en n'ont pas fait contre 20 % l'an dernier). L'archétype fut l'assemblée générale de Total Fina Elf, à chaque question, une partie de la salle huait l'autre fraction. Cette étude³² identifie aussi neuf évolutions majeures dont la mise en ligne de plus en plus fréquente de l'assemblée générale sur internet (50 % des sociétés en 2000). « La démocratie dans les assemblées générales est également en train de se réveiller. La participation active du plus grand nombre d'actionnaires devrait être fortement stimulée par la possibilité de voter via Internet » (*Le Journal des Finances*, 18 mars 2000).

L'ANSA (Association Nationale des Sociétés par Actions) recommande, dans un rapport sur « l'utilisation des moyens de télétransmissions et les assemblées générales d'actionnaires » publié au mois de janvier de faire adopter en assemblées générales extraordinaires une résolution statutaire autorisant de manière permanente la retransmission des assemblées générales sur site ouvert. La législation devrait rapidement évoluer pour permettre ce vote à distance. En mars 2000, il a été effectivement reconnu en droit français la notion de signature électronique. Mais cette reconnaissance ne constitue qu'une première étape vers le vote électronique. Des

³¹ Assemblée générale d'Alcatel.

³² Cf. www.deloitte.fr

initiatives pionnières ont été menées par des entreprises françaises telles que Vivendi et Pinault-Printemps-La Redoute. Certaines sociétés vont proposer une plus large participation à l'assemblée grâce au Web, avec la possibilité de poser des questions via le Net. La société Sodexho a permis en mars 2000 à ses actionnaires, non seulement, de suivre l'assemblée sur Internet, mais aussi, d'utiliser ce nouvel outil de communication pour poser des questions. Néanmoins, leur prise de parole a été limitée à l'envoi de questions par e-mail et le vote via Internet n'était pas encore possible. Cette opération a été facturée 100 000 francs par la société de conseil Cite\$Com, pour réaliser la transmission par Internet de l'assemblée générale de Sodexho. « La direction a dû également mobiliser une personne à plein temps pendant dix jours sur ce projet » (R. Philippon, 2000, p.4-5). La Loi sur les Nouvelles Régulations Economiques prend en considération les nouvelles exigences des actionnaires et désormais, l'article L. 225-107 II du Code de commerce reconnaît la participation à l'assemblée par télétransmission³³.

Ce souci de satisfaire les besoins informationnels et de prise de parole des actionnaires minoritaires par les sociétés françaises cotées se traduit par la multiplication d'un ensemble de supports de communication tels que les numéros verts, l'envoi annuel, semestriel ou trimestriel de lettres aux actionnaires, mais aussi, par la création d'un comité d'actionnaires (*cf.* tableau I.6) chargé de répondre aux questions des actionnaires. Comme le souligne P-Y Gomez (2001, p. 67), ces formes alternatives de contrôle ne se sont pas encore généralisées. Cependant, de nombreuses évolutions juridiques (Loi sur les Nouvelles Régulations Economiques) et de recommandations (rapports Viénot) ont permis de voir apparaître en France un début de « démocratie actionnariale ».

³³ L'article L. 225-107 est modifié et complété par une disposition qui ouvre la participation par visioconférence. Sont réputés présents pour le calcul du quorum et de la majorité les actionnaires qui participent à l'assemblée par visioconférence ou par des moyens de télécommunication permettant leur identification et dont leur nature et les conditions d'application sont déterminées par décret en Conseil d'Etat. Mais, il faut que les statuts le prévoient (C. com., art. L. 225-107 II., nouv.).

Tableau I.6 : La création des comités en 1998 (% des indices)

Eléments de contrôle sur la direction	Sur les 250 premières capitalisations de la Bourse de Paris, nombre d'entreprises ayant adopté ces principes parmi			
	CAC 40	SBF 120 Hors CAC 40	SBF 250 Hors SBF 120	Total du SBF 250
Comité d'audit	73 %	46 %	8 %	31 %
Comité des rémunérations	78 %	46 %	12 %	33 %
Comité des nominations	45 %	15 %	4 %	14 %
Présence d'au moins un comité	83 %	51 %	14 %	37 %
Présence des 3 comités	43 %	13 %	4 %	13 %

Source : COB, 1999, « Gouvernement d'entreprise : évolutions récentes en France et à l'étranger », *Bulletin mensuel de la COB*, septembre, n° 338.

Les recommandations émises par les rapports Viénot (1995, 1999) ont incité certaines entreprises de l'indice CAC 40 à publier les rémunérations individuelles de leurs dirigeants. En effet, le deuxième rapport Viénot, rendu public le 22 juillet 1999, comporte deux nouveaux thèmes : la dissociation des fonctions de Président et de Directeur Général et la publicité des rémunérations et des *stocks-options* des dirigeants des sociétés cotées. Ainsi, en mars 2000, on a pu prendre connaissance du salaire de Pierre Bellon et du montant des *stock-options* (408 792 pour une plus-value latente de 16 millions de francs) de Philippe Bourguignon, le président du directoire de Club Méditerranée. Lors des assemblées générales de l'année 2001, quatorze sociétés du CAC 40 divulguent désormais la rémunération de leurs dirigeants, dont cinq sociétés qui apportent des précisions sur la partie variable, et notamment les *stock-options*³⁴. B. Richard (2000, p. 30) remarque que les deux rapports Viénot ont eu pour effet de faire évoluer le capitalisme français vers l'international. L'application pratique de ces textes connaît une évolution contrastée. Contrairement au rapport Hampel, les entreprises françaises résistent à séparer les fonctions de Président et de Directeur Général. Le comité Viénot, en 1999, a accepté ce principe mais de manière défensive. Un nombre très restreint de sociétés cotées divulguent les rémunérations individuelles des dirigeants et il existe encore une consanguinité et une concentration des administrateurs. La Loi sur les Nouvelles Régulations Economiques (NRE) comporte un dispositif visant à améliorer la transparence des rémunérations individuelles des dirigeants et à limiter le

³⁴ In *Le Revenu*, 2001, « Les assemblées générales au banc d'essai », n° 628, p. 12-17.

nombre de cumul des mandats. Ainsi, les rémunérations doivent être mentionnées dans le rapport présenté aux actionnaires par le conseil d'administration ou par le directoire (C. com., art. L. 225-102-1 (V. L. préc., art. 116)). Cette information est toutefois applicable à compter de la publication du rapport annuel portant sur l'exercice ouvert à compter du 1^{er} janvier 2001. De plus, une personne physique ne peut exercer simultanément plus de cinq mandats de directeur général, de membre du directoire, de directeur général unique, d'administrateur ou de membre de conseil de surveillance de sociétés anonymes (C. com., art. L. 225-94-1, nouv. (V. L. préc., art. 110, 7^o)). Cette Loi, en renforçant la protection juridique des actionnaires minoritaires et surtout les seuils légaux nécessaires pour exercer leur droit d'action³⁵, va-t-elle les motiver à être plus assidus aux assemblées générales ?

³⁵ Le seuil de 10 % est abaissé et ramené à 5 % pour : la récusation du commissaire aux comptes ; le droit de déposer des questions écrites ; le droit de demander en justice la désignation d'un mandataire chargé de convoquer l'assemblée générale ; le droit de demander un expert de gestion ; le droit de demander en justice la liquidation de la société.

Conclusion

L'activisme aux Etats-Unis a été rendu possible par la montée en puissance des caisses de retraite. Regroupant l'épargne de centaines de milliers d'adhérents, elles peuvent agir, ou laisser agir, en parlant d'une voix commune. Compte tenu, en particulier, de l'organisation de notre système de retraite, ce type de coalition a été difficile en France. Toutefois, des groupements d'actionnaires « activistes » jouent un certain rôle au sein du gouvernement des entreprises françaises. Il s'agit notamment des associations d'investisseurs comme l'ADAM, des cabinets d'avocats comme la société belge Déminor, ou d'actionnaires individuels tels qu'Alain Géniteau. Ces groupements d'actionnaires dissidents exercent un activisme par harcèlement juridique. Les actionnaires salariés pourraient également avoir une influence grandissante. En effet, la Loi du 15 mai 2001 accorde un grand intérêt aux salariés de l'entreprise. Des droits importants leur sont reconnus. Le comité d'entreprise a notamment la faculté d'inscrire des projets de résolutions (C. travail, art. L. 432-6-1, I, nouv.) et de priver temporairement les actionnaires de leurs droits de vote en cas de non respect de droits reconnus en matière d'offre publique (C. travail, art. L. 432-1). De plus, la note d'information visée par la COB (Commission des Opérations de Bourse), lors de ces offres publiques, doit contenir les orientations de l'initiateur en matière d'emploi. Elle doit être communiquée au comité d'entreprise de la cible dans les trois jours de sa publication (Code monétaire et financier, art. 621-8). L'intérêt apporté par le législateur à la fois aux droits des actionnaires minoritaires et à ceux des salariés de l'entreprise ne va-t-il pas créer de nouvelles sources de conflits d'intérêts entre ces deux parties prenantes à l'organisation ? Le législateur, en cas de conflit, tranchera-t-il pour le maintien de l'emploi au détriment de l'intérêt des actionnaires minoritaires ? Ne verra-t-on pas apparaître en France de nouvelles formes d'activisme telles que l'activisme social ?

Ces questions trouvent une réponse dans les travaux empiriques récents. En effet, la prise en compte récente de cette autre source de conflits d'intérêts dans la littérature théorique complexifie la modélisation de l'activisme des actionnaires minoritaires et remet en cause la détermination de ses effets au sein du gouvernement des entreprises françaises.

Chapitre 2.

Le cadre théorique

Le modèle d'activisme des actionnaires minoritaires

Le thème du « gouvernement » ou de la « gouvernance des entreprises » a pris récemment une grande importance. Par exemple, en France, la récente Loi NRE porte directement sur la gouvernance des entreprises. Ce thème est également repris par l'ensemble des codes de bonne pratique supranationaux (principes de l'OCDE, de l'ICGN (International Corporate Governance Network),...), nationaux (rapports Cadbury et Hampel pour l'Angleterre, les rapports Viénot et la recommandation AFG-ASFFI pour la France) et institutionnels (CalPERS, TIAA-CREF, *Domini Social Investment* pour les Etats-Unis). Les objectifs principaux de ces codes sont d'améliorer la diffusion des informations, de protéger les droits des actionnaires minoritaires, de promouvoir la présence d'administrateurs actifs et indépendants³⁶ (sans liens économiques avec la société) et de séparer les fonctions de Président et de Directeur général.

L'origine du thème de la gouvernance se situe dans l'analyse de A. A. Berle et G. C. Means (1932) centrée sur la relation actionnaires – dirigeants dans les grandes sociétés cotées à actionnariat diffus. Pour ces auteurs, le problème de la gouvernance est né du démembrement de la propriété en une fonction décisionnelle exercée par le dirigeant contrôlé par les actionnaires qui interviennent au moyen de systèmes d'incitation et de surveillance. Cependant, ce démembrement aurait conduit à la spoliation des intérêts des actionnaires en raison des abus de la direction encouragés par la défaillance de ces systèmes. Selon cette voie théorique, les intérêts des actionnaires doivent être protégés par la mise en place de mécanismes alternatifs tels que l'activisme des actionnaires minoritaires. Ce nouveau système est alors analysé comme un des mécanismes de gouvernement des entreprises dont l'objectif final est la maximisation

³⁶ Selon le deuxième rapport Viénot intitulé rapport du comité sur le Gouvernement d'entreprise, publié en juillet 1999, « par administrateur indépendant, il faut entendre non seulement « non exécutif » - c'est-à-dire n'exerçant pas de fonctions de direction dans la société ou dans son groupe – mais encore dépourvu de lien d'intérêt particulier (actionnaire significatif, salarié, autre) avec ceux-ci – Dans un souci de simplification, la définition de l'administrateur indépendant s'énonce de la manière suivante : « un administrateur est indépendant de la société lorsqu'il entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société ou son groupe qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement » ».

de la valeur actionnariale (B. S. Black et J. C. Coffee, 1997). Selon J. Pound (1992), ce nouveau « modèle de politique de gouvernement d'entreprise » permet une surveillance flexible et il vient se substituer au marché des prises de contrôle (K. J. Rediker et A. Seth, 1995). Toutefois, l'analyse des stratégies de chaque actionnaire institutionnel tend à remettre en question l'efficacité de ce processus sur la maximisation de la valeur actionnariale.

Afin d'exposer la problématique choisie à partir du courant contractualiste de la théorie de la gouvernance et de présenter un modèle d'activisme, nous analysons le comportement actif de chaque coalition d'actionnaires en nous intéressant à la capacité d'expropriation des actionnaires minoritaires par une coalition de contrôle (section 1) et en présentant la capacité d'activisme de ces actionnaires minoritaires (section 2).

Section 1. LA CAPACITE D'EXPROPRIATION DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES PAR UNE COALITION DE CONTROLE

La séparation entre les fonctions de décision et de propriété fait naître des conflits d'intérêts entre les dirigeants et les différentes catégories d'actionnaires. M. Jensen et W. Meckling (1976) mettent en évidence que les « *insiders* » (les actionnaires internes (membres de la direction) et les dirigeants) peuvent entreprendre des projets non rentables pour les actionnaires externes³⁷ et utiliser les ressources de l'entreprise dans le but de s'approprier des bénéfices privés. Le statut de créancier résiduel³⁸ des actionnaires permet d'aligner les intérêts des actionnaires et du dirigeant. Le rôle du système de gouvernance consiste alors à sécuriser la rentabilité de l'investissement financier (A. Shleifer et R. W. Vishny, 1997).

D'autres problèmes d'agence peuvent apparaître si on s'intéresse aux différentes catégories d'actionnaires (actionnaires-salariés, actionnaires institutionnels, actionnaires financiers, actionnaires-dirigeants, petits porteurs). A. Shleifer et R. W. Vishny (1997)

³⁷ Les actionnaires externes sont traditionnellement des associés non salariés de l'entreprise.

³⁸ Les actionnaires détiennent des créances résiduelles qui permettent de définir tant l'allocation des droits de décision résiduels que les gains (ou pertes) résiduels. Le droit décisionnel résiduel permet de prendre des décisions sur les cas non complètement prévus contractuellement. Le revenu résiduel est dégagé « par un actif ou une activité, qui reste après le paiement de l'ensemble des obligations fixes » (P. Milgrom et J. Roberts, 1997 p. 784), c'est-à-dire dès que « les principales décisions concernant le partage de la valeur créée ont été prises » (G. Charreaux et Ph. Desbrières, 1998, p. 66).

montrent en effet que, dans la plupart des pays, le principal problème d'agence est celui issu de l'expropriation des actionnaires minoritaires par une coalition de contrôle. Le comportement actif du dirigeant, sous forme notamment d'enracinement, lui permet de former une coalition d'actionnaires affiliés dans le but de neutraliser le système de gouvernance au détriment de la valeur actionnariale.

Deux effets sont alors à prendre en compte dans notre modèle. Le premier est relatif à « l'effet d'alignement » présenté par M. Jensen et W. Meckling (1976), le second est appelé « effet de formation d'une coalition » (M. Brennedsen et D. Wolfenson, 2000, p. 115). Ce dernier prend en compte la distribution des droits décisionnels résiduels et des droits aux flux résiduels entre les différentes catégories d'actionnaires. Dans le modèle de M. Brennedsen et D. Wolfenson (2000), non seulement l'entrepreneur cherchera à utiliser l'effet d'alignement mais, il cherchera également à former une coalition de contrôle afin d'accroître son pouvoir. Afin de définir cette coalition de contrôle et de préciser les conséquences de ses choix sur la richesse des actionnaires minoritaires, nous étudierons successivement les problèmes d'agence issus de la délégation des droits résiduels (1.) à une coalition de contrôle et nous analyserons sa capacité d'expropriation au travers de l'étude de sa stratégie (2.).

1. Le problème d'allocation optimale des droits décisionnels résiduels et des droits aux flux résiduels

Du fait de la séparation entre la propriété et la décision, les actionnaires minoritaires ne sont pas incités à exercer leurs droits résiduels. Cette démotivation sera d'autant plus forte qu'en tant que créanciers résiduels, ces actionnaires sont un groupe soumis à un problème d'action collective, celui du « passager clandestin » (F. H. Easterbrook et D. R. Fischel, 1983, p. 403).

La délégation de leurs droits résiduels à leur mandataire peut créer des conflits d'intérêts entre ceux qui prennent les décisions et ceux qui en subissent les conséquences. Ainsi, en échappant en partie à la surveillance des actionnaires, le dirigeant peut recevoir des revenus supplémentaires (S. J. Grossman et O. D. Hart, 1988, p. 176) et prendre des décisions qui soient contraires aux intérêts des actionnaires minoritaires. Présentons ce problème d'action collective qui est à l'origine de la

passivité des actionnaires (1. 1.), ainsi que ses conséquences sur le système de gouvernement des entreprises (1. 2.).

1. 1. Les problèmes de l'action collective et la passivité des actionnaires minoritaires

L'actionnaire minoritaire rencontre un problème de « passager clandestin » car il supporte seul les coûts engendrés par ses efforts de surveillance et il doit partager les bénéfices résiduels entre tous les actionnaires de l'entreprise visée. Par exemple, lors des offres publiques d'achat, les actionnaires minoritaires restent passifs s'ils anticipent une augmentation de la valeur des *cash-flows* nets distribués après cette opération (S. J. Grossman et O. D. Hart, 1980 ; A. Shleifer et R. W. Vishny, 1986). Ils espèrent ainsi, en restant actionnaires de la société, profiter des opportunités d'amélioration des capacités productives de la firme sans engager de dépense.

Cette difficulté s'intensifie en fonction du problème de sélection contraire³⁹ rencontrée par l'actionariat atomistique. Lors d'une activité de sollicitation des votes, cet obstacle décourage les actionnaires passifs à collecter l'information nécessaire à un activisme potentiel et encourage les actionnaires initiateurs à supporter seuls les coûts de collecte et de traitement de l'information. En outre, les « petits » actionnaires ne sont pas incités à exercer une activité de surveillance coûteuse sachant que les bénéfices attendus sont proportionnels à leur taux de participation dans le capital de la société. Les actionnaires considèrent alors qu'ils ont peu de capacités à influencer les actions des autres et que leur vote aura peu d'effet sur le résultat de l'assemblée générale. Ils sont donc soumis au « dilemme du prisonnier ». S'ils agissent et les autres non, le résultat du vote sera inefficace, ils auront, en effet, supporté la totalité des coûts et ils devront partager l'ensemble des bénéfices avec les autres actionnaires en cas de succès. Si, au contraire, la majorité des actionnaires agit, il sera alors de leur intérêt d'opter pour une attitude de « passager clandestin ».

Le problème de l'action collective limite ainsi la capacité des créanciers résiduels à influencer les décisions au moyen de leurs droits de vote. Cependant, de la

³⁹ Le risque de sélection contraire tient essentiellement aux difficultés qu'ont les actionnaires d'évaluer les compétences du dirigeant et la qualité des projets à financer.

séparation entre les fonctions de décisions et de propriété naît les conflits d'intérêts entre catégories d'actionnaires et les autres parties prenantes (E. F. Fama et M. C. Jensen, 1983). Ces conflits ont des sources multiples. Elles sont notamment liées aux fonctions d'utilité de chaque individu, notamment à leur différence d'horizon temporel, à la spécificité du capital engagé à leur capacité à prélever une partie des ressources de l'entreprise en vue d'une consommation personnelle.

1.2. Les coûts d'agence issus des conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants

La théorie de l'agence fait de la divergence d'intérêts entre dirigeants et actionnaires un facteur explicatif central. « Nous définissons une relation d'agence comme un contrat dans lequel une (ou plusieurs personnes) a recours aux services d'une autre personne pour accomplir en son nom une tâche quelconque, ce qui implique une délégation de nature décisionnelle à l'agent » (M. C. Jensen et W. H. Meckling, 1976). L'actionnaire-mandant délègue la gestion de l'entreprise dont il est propriétaire au dirigeant-mandataire. La mission de ce dernier est de gérer l'entreprise en optimisant la valeur actionnariale des mandats. Les actionnaires démembrement ainsi leurs droits de propriété et délèguent leurs droits décisionnels au dirigeant, car ils n'ont pas, par exemple, les capacités nécessaires pour gérer l'entreprise. Cependant, le dirigeant de l'entreprise peut être incité à prendre des décisions contraires à l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale. En effet, les dirigeants sont plus enclins à tolérer et à excuser une marge d'inefficience – un *slack* – que les actionnaires (M. J. Roe, 2001, p. 135).

Les théoriciens de l'agence considèrent qu'ils existent plusieurs sources de d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants :

- La sensibilité à l'exposition au risque résiduel, fonction du capital engagé par les deux parties, est différent. Ayant la possibilité de diversifier son portefeuille boursier et de transférer ses titres, l'actionnaire a une propension à absorber le risque résiduel plus importante que le dirigeant, dont le capital humain est concentré au sein de l'entreprise qu'il dirige.
- Contrairement au dirigeant, l'horizon d'investissement de l'actionnaire est *a priori* basé sur le long terme. Soumis à un risque d'éviction permanent, le dirigeant aura tendance à privilégier les investissements de court terme.

- L'information transmise aux actionnaires peut être manipulée par le dirigeant favorisant ainsi ses prélèvements sur les ressources de l'entreprise.

Dès lors, dans un contexte d'asymétrie informationnelle, la surveillance des actions du dirigeant est rendu difficile et celui-ci peut profiter de la situation pour maximiser sa fonction d'utilité au détriment de la richesse des actionnaires.

Dans ce contexte conflictuel, on distingue trois types de coûts d'agence (M. C. Jensen et W. H. Meckling, 1976) : les coûts de surveillance induits par la mise en place et l'utilisation de mécanismes, les coûts de dédouanement mis en place par le dirigeant et les coûts résiduels liés à l'existence de l'espace discrétionnaire du dirigeant. Ces coûts sont de deux types : les coûts pré-contractuels et les coûts post-contractuels. Les premiers sont liés à un problème de sélection contraire dû notamment à l'acquisition d'une information privée, parfois coûteuse ou non divulguée de manière intentionnelle car soumise, par exemple, « au secret des affaires ». Les seconds sont à l'origine du « risque moral⁴⁰ », ils trouvent leur source dans les problèmes d'observabilité et de contrôlabilité du comportement de l'agent, mais aussi, dans l'incomplétude des contrats concernant « la définition des droits de propriété, notamment, le partage de la rente produite par la coopération » (G. Charreaux, 1999, p. 80).

La résolution des conflits d'intérêts entre les actionnaires et les autres parties prenantes à l'organisation s'effectue alors par la présence de mécanismes de gouvernement des entreprises tels que le marché financier (H. Manne, 1965), le conseil d'administration (E. F. Fama et M. C. Jensen, 1983), la protection juridique des actionnaires (R. La Porta et *al.*, 1996) ou la formation de coalitions d'actionnaires stables (F. H. Easterbrook et D. R. Fischel, 1983, p. 406). Cependant, ces mécanismes peuvent être paralysés par l'équipe de direction, affiliée à d'autres parties prenantes.

⁴⁰ Le risque moral est lié à la possibilité de voir l'une des parties, par exemple le dirigeant, ne pas respecter ses engagements vis à vis de ses actionnaires une fois le contrat établi.

2. L'hypothèse de comportement actif d'une coalition de contrôle

La théorie de l'agence attribue un rôle de surveillance et de sanction à chacun des mécanismes mentionnés précédemment. Ils permettent ainsi de réduire les coûts d'agence issus des conflits d'intérêts. Par exemple, les détenteurs de blocs d'actions jouent un rôle important, car ils sont supposés être les garants des intérêts des actionnaires minoritaires. Dans les sociétés à capital concentré, ils disposent d'une participation suffisante pour rentabiliser leurs frais de surveillance. Dans les sociétés à capital diffus, leur présence au sein d'une coalition d'actionnaires diminue ces mêmes coûts. Toutefois, l'étude des droits décisionnels et des droits aux flux des créanciers résiduels montre que tous les actionnaires n'ont pas un pouvoir⁴¹ identique.

En élisant les dirigeants qui ont le pouvoir de décision du partage de la valeur créée, les actionnaires peuvent indirectement influencer ces décisions par la délégation de leurs droits décisionnels à des actionnaires de référence ou à des actionnaires actifs. Ces derniers possèdent alors un pouvoir de décision exprimé au sein des assemblées générales (la majorité des droits de vote permettant en particulier de nommer ou de révoquer les dirigeants et d'approuver annuellement les comptes sociaux et la minorité des droits vote bloquant les décisions soumises) et au sein du conseil d'administration ou du conseil de surveillance de la société. Ainsi, la firme se situe au centre d'un ensemble de coalitions d'actionnaires plus ou moins stables dont le rôle joué au sein du gouvernement des entreprises évolue en fonction notamment du contexte institutionnel.

Afin d'identifier les coalitions d'actionnaires nécessaires à notre modélisation, examinons le rôle joué par les détenteurs de blocs d'actions (2. 1.) qui dépend notamment de la protection juridique des actionnaires minoritaires pour définir la stratégie d'une coalition de contrôle (2. 2.).

⁴¹ Traditionnellement, le pouvoir est défini comme la capacité d'influer sur le comportement d'autrui (R. Dahl, 1957).

2. 1. Le rôle des détenteurs de blocs d'actions

Les détenteurs de blocs d'actions sont qualifiés d'actionnaires actifs. M. C. Jensen (1993, p. 867) considère que ces actionnaires sont des investisseurs individuels ou institutionnels qui possèdent dans l'entreprise une large participation financière et/ou une large proportion de dettes. Selon leurs motivations, ils émettent notamment des avis sur l'utilisation des ressources de l'entreprise avant leur ratification lors de l'assemblée des actionnaires. Ils peuvent également refuser d'approuver un programme de financement ou d'investissement en assemblée générale. Toutefois, leurs activités peuvent se limiter à une activité de vérification des performances économiques et financières de l'entreprise à telle ou telle référence. Ainsi, nous pouvons distinguer deux types de détenteurs de blocs d'actions : les blocs non contrôlants des blocs contrôlants.

Cette dernière catégorie d'actionnaires vérifie la conformité des actions des dirigeants face à des normes préétablies. Ils sont également capables de maîtriser l'action des mandataires. La notion de contrôle doit donc s'entendre au sens de maîtrise du processus décisionnel qui se déroule en quatre étapes : l'initiation des projets réalisables, leur mise en œuvre, leur ratification (choix des propositions sur l'utilisation des ressources à mettre en œuvre), et leur surveillance (mesure des performances des agents et mise en place de récompenses et de sanctions) (E. F. Fama et M. C. Jensen, 1983). Par conséquent, les actionnaires contrôlants possèdent le pouvoir de proposer, de décider, de vérifier et de bloquer les décisions de création et d'allocation de la richesse, alors que les actionnaires non contrôlants n'interviennent qu'au niveau des deux dernières étapes. En d'autres termes, ces actionnaires ont le pouvoir d'influencer les décisions proposées et d'analyser les conséquences de ces décisions sur la valorisation et la liquidité de leurs portefeuilles. L'exercice de leur fonction de surveillance consiste à vérifier *ex ante* la pertinence des propositions émises comparativement aux autres ressources de la firme mais aussi aux choix réalisés antérieurement et à identifier *ex post* les écarts éventuels entre les prévisions et les réalisations. Le remplacement du dirigeant, suite à une dégradation de la valeur actionnariale, correspond à cette dernière situation. Dès lors, on peut se demander si ces détenteurs de blocs d'actions vont exercer leur fonction de contrôle des décisions *managériales* dans l'intérêt des actionnaires minoritaires et quel est leur processus d'arbitrage ?

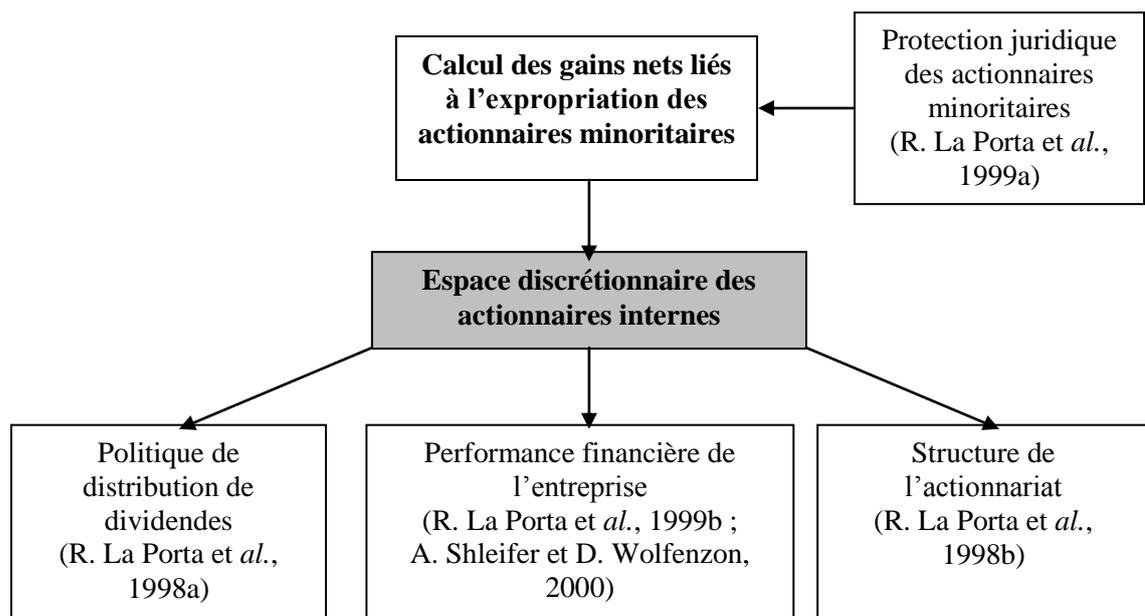
M. J. Roe (2001b, p. 125) explique que les détenteurs de blocs d'actions et d'autres types d'actionnaires importants possèdent un pouvoir substantiel, les moyens et la motivation nécessaire pour surveiller le dirigeant. Etant donné les conditions politiques, sociales et économiques des « sociales démocraties », il est coûteux pour ces actionnaires de céder leurs actions à des actionnaires individuels. Cet arbitrage de cession de leurs participations financières est notamment fonction des bénéfices issus de leur capacité à s'approprier une partie des rentes (capacité d'appropriation elle-même fonction du droit des actionnaires minoritaires), des coûts de surveillance des dirigeants (pertes liées aux pressions politiques sur le maintien de l'emploi, par exemple) et des coûts liés à la détention et au maintien d'une participation financière significative (coûts liés à la perte de liquidité de leur participation, à la perte de diversification de leur portefeuille et à des erreurs de gestion) (M. J. Roe, 2001b, p. 12). Toutefois, ces coûts d'agence sont fonction des obligations légales, des normes de maximisation de la valeur actionnariale, des obligations de transparence, des systèmes incitatifs et des modalités de fonctionnement des offres publiques fixées par les institutions de chaque pays (M. J. Roe, 2001b, p. 20). Or « le droit des sociétés françaises ne recommande pas la norme de maximisation de la valeur actionnariale ; il demande au contraire aux administrateurs de gouverner la firme en fonction de l'intérêt social » (M. J. Roe, 2001a, p. 151). Par conséquent, en France, les coûts de surveillance des dirigeants sont très élevés comparativement aux coûts de détention d'un bloc d'actions. Ce qui explique le fait que le capital des sociétés françaises soit majoritairement concentré et que l'alignement des intérêts des détenteurs de blocs d'actions avec ceux des actionnaires minoritaires n'est pas systématique.

Selon R. La Porta et *al.* (1998b), les coûts d'expropriation des actionnaires minoritaires sont bas en France. Ils supposent que l'espace discrétionnaire des actionnaires internes (actionnaires contrôlants et dirigeants) est fonction de leur capacité à s'approprier une partie de la richesse des actionnaires externes, aptitude qui est elle-même fonction du degré de protection juridique⁴² des actionnaires minoritaires. Si cette

⁴² R. La Porta et *al.* (1998b) distinguent les pays du *common Law* des pays de droit civil. Les premiers offrent aux actionnaires minoritaires de bonnes garanties pour protéger leurs intérêts, alors que les seconds sont caractérisés par une faible protection juridique. Cette distinction repose sur un indicateur de mesure de la qualité de la protection des actionnaires minoritaires. Cette variable mesure le nombre de « mesures anti-dirigisme » (« *antidirector rights* ») pouvant être adoptées dans les entreprises de chaque pays. Cet index tient compte notamment des facilités de votes accordées aux actionnaires, de la liberté accordée aux actionnaires de vendre les actions avant et pendant la tenue des assemblées générales, de la

protection est insuffisante, alors les actionnaires internes supporteront de faibles coûts d'expropriation des actionnaires externes. Par conséquent, ils seront incités à garder le contrôle de la société en détenant une participation financière significative. En outre, le degré insuffisant de protection juridique des actionnaires minoritaires a indirectement des conséquences sur le système de gouvernement des entreprises de chaque pays. Dans leur étude portant sur les vingt plus grandes entreprises de 27 pays, R. La Porta et al. (1999b, p. 22) démontrent que les sociétés des pays du *common Law* ont une performance financière mesurée par le Q de Tobin plus élevée que celles des pays de droit civil. Cette différence est significative au seuil de 15 %. De même, il existe un lien positif et significatif entre la protection juridique des actionnaires et la politique de distribution de dividendes (R. La Porta et al., 1998a) (cf. figure 1).

Figure 1 : Le modèle juridique de R. La Porta et al. : le processus d'arbitrage des actionnaires internes

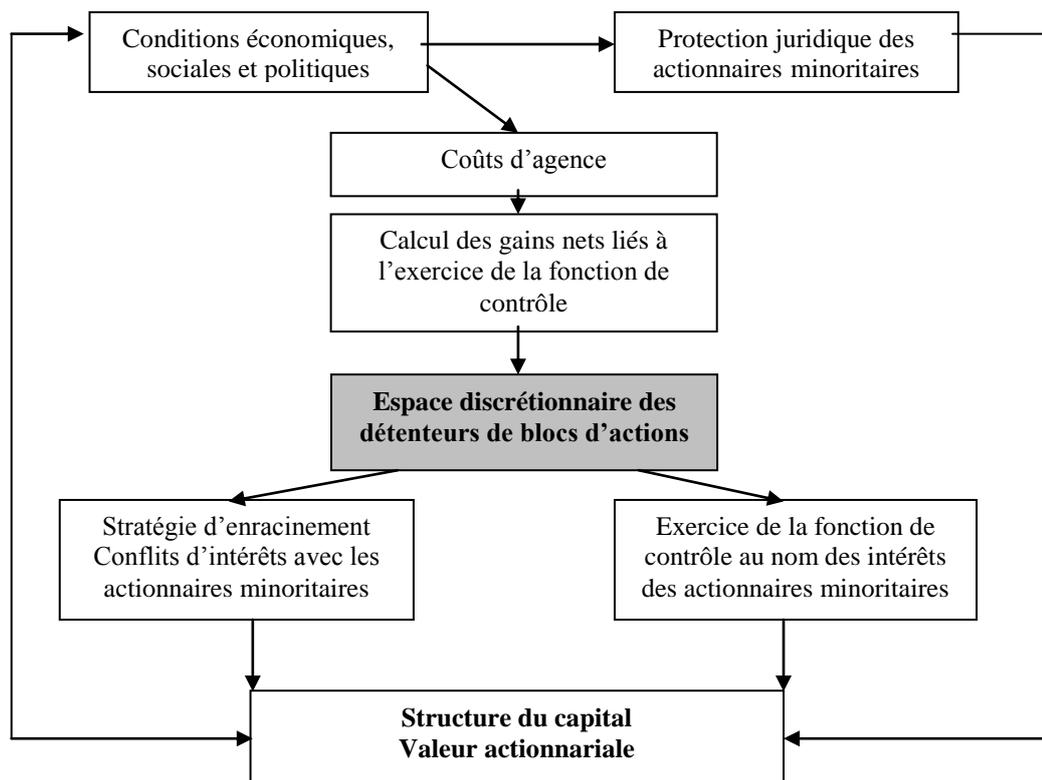


M. J. Roe n'exclut pas non plus de son analyse cette capacité d'expropriation des actionnaires minoritaires par des détenteurs de blocs d'actions (cf. figure 2). Ainsi, d'après lui les détenteurs de blocs d'actions peuvent, en fonction de leurs capacités et de

possibilité de nommer des administrateurs au moyen de votes cumulés, de la mise en place de procédures judiciaires pour protéger les intérêts des minoritaires, du pourcentage de droits de vote nécessaires pour provoquer la tenue d'une assemblée générale extraordinaire.

leurs motivations⁴³, soit exercer leur fonction de contrôle dans l'intérêt des actionnaires minoritaires, soit mener une stratégie d'enracinement par l'expropriation de ces derniers. Dès lors, analysons ces modélisations qui prennent en compte la possibilité d'un comportement actif, sous forme d'enracinement, des dirigeants et de certaines catégories d'actionnaires.

Figure 2 : Le modèle politique de M. J. Roe : le processus d'arbitrage des actionnaires contrôlants



2. 2. La stratégie d'une coalition de contrôle

A. Shleifer et R. W. Vishny (1989, p. 121) définissent l'enracinement comme une stratégie contrant les forces disciplinaires imposées par les systèmes de contrôle dans la mesure où le remplacement du dirigeant deviendrait trop coûteux pour les actionnaires. Comme pour la théorie de l'agence, ils étudient les conflits d'intérêts

⁴³ Ces capacités et ces motivations relatives à chaque catégorie d'actionnaires sont analysées au cours de la deuxième partie. Leur étude nous permet d'identifier les facteurs explicatifs de l'activisme des actionnaires minoritaires et de son succès.

opposant actionnaires et dirigeants. Le dirigeant devient actif afin d'agir sur l'efficacité du système de gouvernance censé régir son comportement.

L'enracinement peut s'opérer par deux mécanismes principaux : l'investissement dans des actifs spécifiques et l'établissement de contrats implicites⁴⁴.

Contrairement aux actionnaires titulaires d'un portefeuille de titres qui peut être diversifié, les dirigeants non actionnaires ne sont titulaires que de leur capital humain qui par définition est unique. Ils vont donc entreprendre des projets dont la rentabilité est liée à leurs compétences personnelles et à leur expérience (investissements idiosyncratiques) ou dont la performance est moins facilement observable. Cette stratégie aura pour conséquence d'augmenter leurs coûts de révocation. Cette attitude peut générer deux types de coûts pour les actionnaires. En investissant dans des projets, dont la rentabilité dépend des compétences du dirigeant, les actionnaires peuvent être ainsi obligés de le garder car son licenciement entraînerait une perte de valeur. En outre, si la visibilité de ces investissements est faible, les actionnaires ne pourront pas évaluer leur rentabilité et par conséquent, ils ne pourront pas surveiller le dirigeant de façon efficace. Enfin, ces investissements peuvent permettre au dirigeant de s'approprier une proportion élevée de la richesse créée par l'entreprise. En conséquence, cette stratégie peut influencer l'efficacité de la firme et transférer une partie de la richesse des actionnaires vers le dirigeant (A. Shleifer et R. W. Vishny, 1989, p. 132).

De plus, le dirigeant peut rendre les salariés de l'entreprise dépendants de sa stratégie en leur promettant des promotions, des salaires élevés et le maintien de leur emploi. Il peut aussi lier avec d'autres actionnaires tels que les actionnaires financiers (J. A. Brickley, R. Lease et C. Smith, 1988) ou les actionnaires institutionnels (J. Pound, 1992) des relations d'affaires. Le fait que ces actionnaires aient, eux-mêmes, à rendre des comptes à leurs souscripteurs ou propriétaires, encourage aussi leur soutien à la direction. Ceux-ci délèguent alors leurs droits décisionnels résiduels au dirigeant. Ces différents accords nommés contrats implicites que le dirigeant peut nouer avec d'autres « *stakeholders* »⁴⁵ de l'entreprise lui permet de former une coalition de contrôle.

⁴⁴ Les contrats implicites sont des accords qui ne revêtent pas une forme légale mais qui lient les parties en ce qui concerne leurs comportements respectifs (P. Milgrom et J. Roberts, 1997).

⁴⁵ Il s'agit de tout partenaire (ou groupe d'agents homogène) dont le bien être peut être affecté par les décisions de l'entreprise (G. Charreaux, 1996, p. 50).

Cette coalition de contrôle issue d'un rapprochement du dirigeant avec d'autres partenaires trouve son essence dans plusieurs situations d'équilibre.

Ainsi J. Zwiebel (1995, p. 162) considère que les actionnaires passifs cherchent à devenir actifs en formant une coalition de contrôle, afin de prélever une partie de la richesse créée. Le degré de contrôle⁴⁶ de cette coalition dépend alors de sa participation financière, de sa capacité à collecter une information privée et à s'allier à d'autres parties prenantes (J. Zwiebel, 1995, p. 162).

Au moyen de sa participation financière importante, l'actionnaire de référence a le pouvoir de contraindre les décisions prises par les dirigeants en les menaçant de révocation. De par leur statut particulier d'actionnaire et de partenaire des firmes clientes, les intermédiaires financiers exercent un contrôle permanent. H. Sherman et al. (1998) considèrent que ces institutions financières sont affiliées à une coalition de contrôle et qu'elles exercent une « pression sensible ». Compte tenu de leur rôle important dans le financement de certains projets tels que ceux d'Euro Disney et d'Eurotunnel, des dispositions sont prises afin qu'ils puissent exercer un contrôle permanent et disposer d'une information spécifique. Les sociétés de capital-investissement et les *joint-venture* exercent notamment une influence permanente sur les opérations commerciales et financières de l'entreprise. Leur pouvoir leur confère ainsi le pilotage et la surveillance de la société.

Contrairement aux deux cas précédents, le contrôle exercé par les fonds de pension américains est différent. Il s'exerce uniquement sur la surveillance des performances des dirigeants. Ces fonds de pension ont le pouvoir d'interroger notamment l'équipe de direction sur l'évaluation de certaines décisions stratégiques ou financières. Néanmoins, si ces performances sont mauvaises, ils seront motivés à exprimer leur mécontentement en assemblée générale, lors d'une réunion du conseil d'administration (de par leur participation minoritaire), voire même au cours d'une réunion informelle ou d'une procédure judiciaire.

Les petits porteurs exercent également une influence ponctuelle (A. Brunet, 1998). Leur influence est basée sur un pouvoir de persuasion issu de leurs droits individuels ou collectifs à agir en justice. A. Orléan (1999, p. 210) qualifie ce pouvoir

⁴⁶ Comme nous l'avons énoncé précédemment, la notion de contrôle réunit les notions de pilotage des décisions énoncées et de vérification de ces mêmes décisions approuvées (*supra* p. 50).

de « pouvoir d'opinion ». Le contrôle exercé sera alors qualifié de « latent » (R. Chaganti, F. Damapour, 1991, p. 480).

D'après la notion de contrôle retenue, nous distinguons deux types de coalitions : une coalition de contrôle et une coalition minoritaire. La première détient le contrôle permanent de la société, alors que la seconde est composée d'actionnaires passifs et actifs qui coordonnent leurs efforts uniquement dans le cadre d'une décision ou une question controversée. Ainsi la coalition de contrôle comprenant l'équipe de direction qui prend au sein de l'entreprise les décisions d'allocation et de répartition de la richesse créée peut être composée :

- d'actionnaires de référence ayant le pouvoir de contraindre les décisions prises par l'équipe de direction. Ils sont des détenteurs de blocs d'actions majoritaires ou minoritaires tels que les actionnaires contrôlants (par exemple, les actionnaires dominants, les actionnaires familiaux, la société mère, la société holding, les actionnaires financiers, les actionnaires institutionnels) et non contrôlants (tels que les actionnaires financiers ou les actionnaires institutionnels) affiliés à l'équipe de direction.
- et/ou d'actionnaires individuels affiliés tels que les actionnaires salariés ou les actionnaires familiaux.

Le modèle de J. Zwiebel issu de la théorie des jeux énonce que la coalition de contrôle a un comportement opportuniste et qu'elle mène, dans un contexte d'asymétrie informationnelle, un ensemble d'activités d'influence⁴⁷ pour s'approprier une partie de la richesse créée. Ces activités sont également à l'origine de coûts d'influence qui visent à agir sur la répartition de la rente. Cependant, cette stratégie ne peut jouer que si les mécanismes de gouvernement des entreprises jouent de manière imparfaite.

Selon la théorie de la gouvernance, le gouvernement des entreprises recouvre l'ensemble des mécanismes qui « gouvernent » la conduite des dirigeants et définissent leur espace discrétionnaire (G. Charreaux, 1997b, p. 421-422). Ces mécanismes sont soit des mécanismes, de nature intentionnelle (liés à un dessein humain), tels que les

⁴⁷ P. Milgrom et J. Roberts (1997, p. 781) définissent les activités d'influence comme des « activités destinées à influencer les décisions des autres dans son propre intérêt. Au sein des organisations, ces activités visent souvent à la redistribution de rentes et de quasi-rentes et se manifestent sous la forme de jeux de pouvoir ou de distorsion d'informations ».

assemblées générales, le conseil d'administration, les audits comptables, les comités de rémunération, les procédures légales de protection des actionnaires minoritaires, soient des mécanismes spontanés (liés au fonctionnement des marchés), tels que le marché financier ou le marché du travail. Certains sont considérés comme spécifiques dans le sens où ils agissent sur le processus décisionnel du dirigeant de cette entreprise et, d'autres, sont qualifiés de non spécifiques.

La représentation du système de gouvernement des entreprises résulte de relations dynamiques entre plusieurs catégories de parties prenantes avec pour objet la création et la répartition de la richesse. Elle permet alors de prendre en compte les différentiels de pouvoir (C. W. L. Hill et T. M. Jones, 1992). Les différentes parties prenantes ne sont pas sur un pied d'égalité et le fonctionnement normal des mécanismes de défection et de prise de parole⁴⁸ peuvent être neutralisés par une coalition de contrôle. Cette stratégie de neutralisation fait alors apparaître de nouveaux conflits entre les différentes catégories d'actionnaires. Cette stratégie se caractérise notamment par l'adoption de clauses statutaires qui limitent les droits de vote des actionnaires non affiliés ou qui limitent ou rendent coûteuses les tentatives de prises de contrôle et, par conséquent, augmentent les coûts de sortie des actionnaires minoritaires. Elle peut aussi se traduire par une manipulation de l'information financière ou par la neutralisation des systèmes de contrôle tels que le conseil d'administration (prédominance des administrateurs internes ou choix d'administrateurs externes affiliés). L'enracinement est également une stratégie de neutralisation qui repose essentiellement sur le choix de la spécificité des investissements. Ces stratégies ont pour objectif d'accroître l'espace discrétionnaire de la coalition de contrôle en protégeant notamment le capital *managérial*. Ces actions stratégiques ont pour conséquence de limiter les capacités des autres parties prenantes à améliorer les contrats implicites et explicites et à agir de manière collective (C. W. L. Hill et T. M. Jones, 1992, p. 149).

Selon le cadre explicatif retenu, la firme est située au centre d'un ensemble de coalitions. F. H. Easterbrook et D. R. Fischel (1983, p. 406) identifient des coalitions stables composées d'un groupe d'actionnaires internes et de quelques alliés

⁴⁸ Selon A. O. Hirschmann (1970), les différentes parties prenantes à l'organisation disposent de deux modes de résolution des conflits non mutuellement exclusifs : celui de la prise de parole (« *voice* ») et celui de la défection (« *exit* »).

institutionnels. Toutefois, au sein d'une même coalition, les actionnaires ont un horizon temporel différent. Au sein de la coalition de contrôle, un noyau stable constitué de l'équipe de direction et du ou des actionnaire(s) de référence peut être identifié. L'affiliation de certaines catégories d'actionnaires est fonction des relations d'affaires qu'ils entretiennent avec ce noyau stable et des opportunités d'investissement qui leur sont offertes. Par conséquent, la durée de cette relation de dépendance est variable. Nous avons alors retenu le concept de contrôle afin d'identifier deux coalitions, une coalition de contrôle et une coalition minoritaire. Ce concept nous permet de prendre en compte tous les cas de conflits d'intérêts avec des actionnaires minoritaires dissidents. Ainsi, les conflits d'intérêts entre notamment deux coalitions minoritaires et, par exemple, entre une société mère et les actionnaires historiques de ses filiales ne sont pas exclus de notre analyse. La coalition de contrôle prend les décisions d'allocation et de répartition de la richesse créée, ainsi que des mesures incitatives (mises en place de récompenses) et répressives. La coalition minoritaire est composée d'actionnaires hétérogènes ayant notamment des pouvoirs dissuasifs qualifiés notamment « d'opinion ». Par conséquent, une seconde variable de mesure de différentiel de pouvoir permet de distinguer les actionnaires minoritaires « activistes » des autres actionnaires.

Section 2. L'HYPOTHESE D'ACTIVISME D'UNE COALITION MINORITAIRE

La faculté d'être actifs permet aux actionnaires d'intervenir directement sur la gestion de la société ; d'actifs, ils deviennent « activistes » et tenteront, sinon de conquérir le contrôle de la société, du moins d'influer directement sur la valeur de leurs titres (D. Schmidt, 1970, p. 8). Ainsi, quelques fonds de pension *anglo-saxons* ont établi un programme précis et détaillé d'activisme basé sur une liste non exhaustive de critères financiers et sur celle de variables de gouvernance énoncées par les différents codes de bonne pratique (rapports Cadbury, codes institutionnels émis par CalPERS, TIAA-CREF,...).

D'autres actionnaires préfèrent acheter des actions avant d'exercer une influence sur les méthodes de gestion des sociétés, ceci afin bénéficier d'une hausse éventuelle des cours boursiers qui serait liée à leur capacité à apporter des améliorations sur le

gouvernement de ces entreprises. L'information privée qu'ils détiennent permet l'anticipation de leur action et conditionne l'importance des gains nets envisageables.

Cependant, l'évaluation des gains nets futurs rencontre plusieurs difficultés liées au problème de l'action collective (1.) et à l'arbitrage entre gains et coûts (2.).

1. Les problèmes de l'action collective et l'activisme des actionnaires minoritaires

La réflexion sur l'activisme des actionnaires s'est construite progressivement à partir des recherches inscrites dans les courants théoriques de l'agence et des coûts de transaction. L'objectif initial était alors d'analyser le fonctionnement et le rôle des « batailles de procuration ». La réflexion s'est complexifiée dans des travaux plus récents qui ont introduit de façon plus explicite la stratégie des actionnaires institutionnels. Ils se sont intéressés à l'influence de différentes catégories d'actionnaires minoritaires sur les systèmes de gouvernement des entreprises. L'activisme des actionnaires minoritaires est alors défini 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. Cette progression dans la représentation du comportement des actionnaires minoritaires nous conduit à présenter plusieurs modèles basés sur le comportement de votes des actionnaires montrant qu'il est possible de résoudre le problème de « passager clandestin » au moyen de la présence d'un actionnaire « pivot » (1. 1.) et au moyen d'un ensemble d'activités d'influence mises en évidence par les modélisations de l'activisme institutionnel (1. 2).

1. 1. Le rôle de l'actionnaire « pivot »

A. Shleifer et R. W. Vishny (1986) s'intéressent au rôle joué par un actionnaire minoritaire important (« *large minority shareholder* ») au cours d'une offre publique. Cet actionnaire est non affilié à la direction. Grâce à ses activités de surveillance et à ses efforts de recherche, il est supposé avoir un accès privilégié aux technologies informationnelles lui permettant d'influencer les choix stratégiques du dirigeant (A. Shleifer et R. W. Vishny, 1986, p. 465). Son rôle ne se limite pas à des activités de

surveillance ou de repreneur, il peut également faciliter la réussite d'une offre publique en transmettant des informations aux actionnaires externes.

Le modèle de U. Bhattacharya (1997, p. 1068) repose sur l'étude de la transmission d'une information stratégique entre le dirigeant et deux coalitions d'actionnaires : une coalition d'actionnaires dissidents et une coalition d'actionnaires actifs et passifs.

Les activités menées, au cours de la campagne de sollicitation de votes, par le dirigeant actif et la coalition dissidente sont des activités de *lobbying* à destination de l'actionnaire « pivot » qui peut être un actionnaire institutionnel ou une association d'actionnaires. Le vote de cet actionnaire actif peut déterminer le succès ou l'échec de la « bataille de procuration » par la coalition dissidente.

Au début de l'activisme ($t = 1$), un actionnaire dissident décide de s'engager dans une campagne de sollicitation de votes ou alors de rester inactif. Ce dissident est qualifié de « bon » dissident si sa proposition adoptée augmente la valeur de l'entreprise, dans le cas contraire, il sera qualifié de « mauvais » dissident. Une probabilité p est associée au fait que l'activisme soit mené par le « bon » dissident. Il supporte alors les coûts C de sollicitation de vote. Il reçoit un gain net x s'il est « bon » et un gain net y s'il est « mauvais ». x et y sont positifs car les deux types d'actionnaires dissidents ont des incitations personnelles à mener une « bataille de procuration ». S_d est le nombre d'actions détenues par chacun des actionnaires dissidents. Il existe un actionnaire « pivot » qui possède la fraction de capital S_s . Si le dirigeant gagne la « bataille de procuration », la valeur des actions reste égale à zéro, elle augmente de m si le « bon » dissident gagne et elle diminue de n si le « mauvais dissident » réussit. Cependant, cette diminution de valeur peut être liée à plusieurs facteurs : l'appropriation d'une partie des rentes par le « mauvais » dissident, une proposition risquée pour l'entreprise, ou une mauvaise évaluation de celle-ci. Les informations transmises sont à destination des actionnaires passifs sceptiques et averses au risque.

En $t = 2$, après la prise de décision de l'actionnaire dissident ($t = 1$), le dirigeant décide de mener la « bataille de procuration ». A ce stade de la lutte, l'actionnaire « pivot » va collecter l'information nécessaire à sa prise de décision en demandant une

expertise de gestion⁴⁹, par exemple. β est la probabilité que la seconde opinion de l'actionnaire « pivot » soit un « bon » dissident et qu'effectivement celui-ci agisse dans l'intérêt de l'ensemble des actionnaires. β sera égale à 1 si le signal est parfait et 0,5 s'il est imparfait. La fonction de coût sera alors une fonction du type $-K [\ln \{2(1-\beta)\} + 2\beta - 1]$, avec $\beta \in [0,5 ; 1]$ et $K \in (0, \infty)$. Ainsi, le coût d'acquisition d'une information parfaite ($\beta = 1$) est infini et le coût d'acquisition d'une information non valable est de zéro.

En $t = 3$, l'actionnaire « pivot » décide de voter en faveur soit de l'actionnaire dissident, soit en faveur du dirigeant.

En $t = 4$, le vote de cet actionnaire détermine la réussite ou non de la « bataille de procuration » par le dissident.

L'intérêt du modèle de U. Bhattacharya est qu'il prend en compte les préférences de chaque catégorie d'actionnaires dans un contexte d'asymétrie informationnelle. En outre, ce modèle tient compte des décisions de l'actionnaire dissident, décision qui peut être sous-optimale pour l'ensemble des parties prenantes à l'organisation. Ainsi, un actionnaire individuel rationnel, qui calcule que sa participation dans le processus de vote a une faible probabilité d'influencer celui-ci, décidera de rester passif. Cet arbitrage entre activisme ou passivité résulte, d'une part, de l'évaluation des coûts de communication et de coordination et, d'autre part, de la nature des informations transmises par deux coalitions actives, la coalition minoritaire dissidente et la coalition de contrôle. Ces signaux sont à destination d'une coalition minoritaire comprenant un actionnaire « pivot » dont la présence détermine le succès de la « bataille de procuration ». Toutefois, cet actionnaire « pivot » peut être également l'actionnaire dissident. Le modèle de B. S. Black (1990) sur l'activisme institutionnel tient compte de cette particularité. Il présente des similitudes par rapport au modèle présenté précédemment tout en apportant des précisions sur les différentes étapes nécessaires à la résolution du problème de « passage clandestin ».

⁴⁹ En France, seuls les actionnaires représentant au moins un cinquième du capital social peuvent, soit individuellement, soit en se regroupant sous quelque forme que ce soit, demander en justice la désignation d'un ou plusieurs experts chargés de présenter un rapport sur une ou plusieurs opérations de gestion (art. L 225-231 du Code de commerce, anciennement art. 226 de la Loi du 24 juillet 1966, modifié par l'article 114 – 3 de la Loi du 15 mai 2001).

1. 2. L'activisme institutionnel : la mise en place d'activités d'influence

B. S. Black identifie plusieurs étapes lors d'une campagne de procuracy. Les deux premières étapes sont relatives à la prise de décision de l'actionnaire institutionnel. Sa motivation à devenir activiste est fonction de l'évaluation des gains et des coûts de la « bataille de procuracy ». Pendant le déroulement de la campagne, l'actionnaire dissident réalisera des économies d'échelle qui l'inciteront à mener une campagne plus vigoureuse ou à proposer d'autres résolutions de votes. Contrairement au modèle de U. Bhattacharya, les actionnaires sont supposés partager entre eux les bénéfices du succès de la « bataille de procuracy ». B. S. Black (1990, p. 577) propose deux indicateurs de mesure de la perte sociale issue de ce problème d'action collective : Ci/Fi et Co/Fo. C/F mesure les coûts de sollicitation de vote par actions détenues par l'actionnaire dissidente (i) et par les actionnaires non dissidents (o). Aussi, pour lui, le problème de « passager clandestin » peut être résolu de deux manières : par la taille de la participation (F) des actionnaires dissidents et par l'abaissement de coûts imposés par les Lois et les règlements.

Aux Etats-Unis, la Loi impose des règles strictes sur le déroulement d'une campagne de sollicitation de votes et sur la fraction maximum de capital détenue par les actionnaires contrôlants. De nombreuses réformes ont ainsi été entreprises pour réduire ces coûts. En 1992, la SEC, sous la pression des actionnaires institutionnels, a entrepris de modifier les règles relatives à la mise en place d'une « bataille de procuracy ». Le processus de sollicitation défini par la règle 14a-8 de la SEC est un moyen de communication entre les actionnaires externes qui permet aux actionnaires d'expliquer leur choix de vote et d'influencer ainsi les autres actionnaires (N. M. Sharara et A. E. Hoke-Witherspoon, 1993, p. 353).

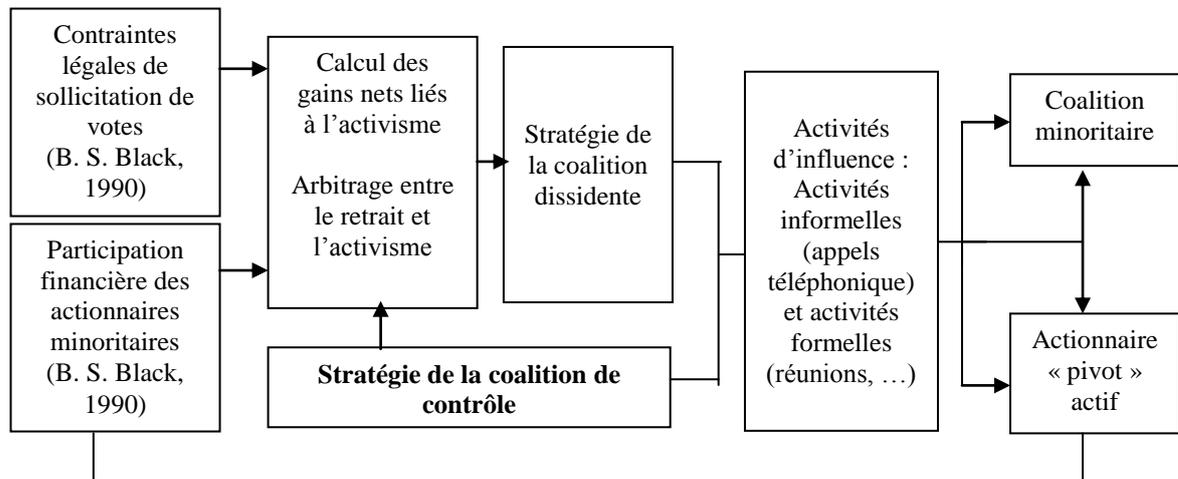
Le second aspect important pour résoudre le problème de « passager clandestin » est la détention d'une participation financière significative. B. S. Black (1990, p. 580) note que l'actionnaire dissident peut réaliser des économies d'échelle en proposant dans plusieurs firmes le même projet de résolution de vote. Ainsi, les coûts d'activisme seront moins élevés. De plus, la mise en place d'une campagne de sollicitation de votes dans une entreprise peut signaler un risque d'activisme au sein des autres entreprises

dans lesquelles l'actionnaire dissident a une participation. Ces effets qualifiés de dissuasifs réduisent les coûts.

Le dernier point analysé par B. S. Black (1990) est relatif à l'étude du comportement des actionnaires minoritaires. Il estime qu'ils ont deux comportements possibles : soit ils manquent d'enthousiasme face à l'activisme de l'actionnaire dissident, soit ils décident de s'informer. Mais, dans chacun des deux cas, les actionnaires passifs et actifs ne peuvent pas être totalement neutres face aux efforts d'une coalition de contrôle et des actionnaires minoritaires dissidents. Leur motivation à collecter et à traiter l'information est alors une fonction exponentielle du pourcentage de capital qu'ils détiennent, de l'évaluation des gains et des coûts informationnels (B. S. Black, 1990, p. 585). Ainsi, les actionnaires institutionnels ont de fortes motivations à devenir « activistes ». Non seulement, ils détiennent un pourcentage significatif de capital dans plusieurs sociétés, mais aussi, ils proposent généralement la même proposition de vote dans chacune de ces sociétés. Dès lors, une coordination informelle entre les actionnaires actifs se forme. Elle se traduit par des appels téléphoniques, des réunions informelles ou par l'envoi de lettres. Là encore, l'actionnaire minoritaire actif, notamment l'actionnaire institutionnel, joue un rôle « pivot » dans le modèle de B. S. Black (1990). Cette activité informationnelle se traduit ainsi par la mise en place de contrats implicites et explicites (J. Pound, 1991, p. 244).

L'activisme des actionnaires minoritaires est un processus complexe et long formé par un ensemble d'activités d'influence (S. Wahal, 1996 ; W. T. Carleton et *al.*, 1998 ; D. Del Guercio et J. Hawkins, 1999). Les étapes nécessaires pour inciter les actionnaires minoritaires à coordonner leurs efforts sont présentées dans la figure page suivante.

Figure 3 : Une proposition des étapes de résolution des problèmes liés à l'action collective



Lors d'un processus d'activisme, deux coalitions d'actionnaires minoritaires se forment : une coalition minoritaire dissidente et une coalition minoritaire formée d'actionnaires actifs ou passifs. Cette dichotomie est fonction du degré d'influence des actionnaires minoritaires. Aux Etats-Unis, cette influence latente (R. Chaganti et F. Damapour, 1991, p. 480) exercée par les actionnaires institutionnels prend la forme d'activités d'influence pour persuader les actionnaires minoritaires de voter en leur faveur. Ces activités d'influence sont mises en place par plusieurs catégories d'actionnaires minoritaires :

- les blocs minoritaires non contrôlants tels le fonds de pension CalPERS qui mena, en 1995, une « bataille de procuration » avec le fonds de pension des enseignants américains CREF contre la société Elf Aquitaine, afin de refuser la résolution proposant la limitation des droits de vote ;
- les actionnaires individuels qui mandatent des associations dites « spécialisées », comme l'ADAM dirigée par Colette Neuville, ou des associations qualifiées de « ponctuelles » telles que les associations d'actionnaires car n'exerçant leur activité que dans des sociétés particulières ;
- les organisations religieuses (*the Cristian Brothers Investment Service ; the Interfaith Center on Corporate Responsibility ; ...*) et les unions syndicales (*the International Brotherhood of Electrical Workers*) pour le modèle *anglo-saxon* de l'activisme social.

J. Pound (1992) parle de l'émergence d'un nouveau modèle politique de gouvernement d'entreprises qui présenterait l'avantage de résoudre certains conflits d'intérêts sans avoir à transférer le contrôle de la société, à licencier le dirigeant et à supporter des coûts de transactions élevés. Il suppose que ce modèle est un mécanisme alternatif de contrôle se substituant à celui des prises de contrôle. Les premières études empiriques ont corroboré cette hypothèse et ont défini les « batailles de procuration » comme un mécanisme externe de contrôle (K. J. Rediker et A. Seth, 1995). D'ailleurs, on a pu constater que l'augmentation de ces batailles correspond au déclin des offres publiques à la fin des années 1980 (J. H. Muhlerin et A. B. Poulsen, 1991). Les objectifs des actionnaires minoritaires dissidents sont d'obtenir un ou plusieurs sièges au sein du conseil d'administration ou d'annuler certaines clauses qualifiées de *managériales* (P. Dodd et J. B. Warner, 1983 ; J. Pound, 1988 ; H. DeAngelo et L. DeAngelo, 1989). Ces dernières ont pour finalité de neutraliser le marché financier au moyen de clauses statutaires telles que les clauses de super-majorité ou de limitation de droits de vote. Or, plusieurs études empiriques ont vérifié que ces clauses ont un impact négatif sur la richesse des actionnaires (H. DeAngelo et E. M. Rice, 1983). L'efficacité de ce nouveau système de gouvernement d'entreprise « se mesure alors par sa capacité à réduire les pertes de richesse pour les actionnaires » (G. Charreaux, 2001a, p. 8). Toutefois, la multiplication des « batailles de procuration » a été rendue possible par une réforme de la SEC entreprise en 1992 sous la pression d'actionnaires institutionnels. Cette réforme a permis de diminuer les coûts de collecte et de traitement de l'information, ainsi que les coûts de coordination. Analysons, par conséquent, les limites du processus d'activisme.

2. Les limites de l'activisme des actionnaires minoritaires

En fonction de leurs anticipations sur la valeur future des *cash-flows* nets distribués, les actionnaires minoritaires sont passifs ou actifs. Les « actifs » disposent de deux modes de résolution de conflits avec une coalition de contrôle : celui de la « prise de parole » ou celui du retrait. Ceux qui ont une stratégie de retrait préféreront vendre leurs actions. Cependant, des opérations financières peuvent remettre en cause la valorisation des participations minoritaires et, par conséquent, leur retrait. La mise en place d'activités d'influence est alors l'unique moyen de négocier leur sortie. Un processus judiciaire et un processus de contestations en assemblée(s) générale(s) seront

alors mis en place. Toutefois, ces actionnaires minoritaires « activistes » peuvent rencontrer de nombreux obstacles comme les coûts issus de ses activités d'influence (2. 1.) et la pression exercée par les autres *stakeholders* (2. 2.).

2. 1. Les coûts d'influence

Les actionnaires actifs réalisent des arbitrages entre différents critères dans leur processus de sélection des entreprises visées. Ces arbitrages entre la vente de leur participation ou les gains et les coûts d'un activisme potentiel dépendent de leur degré d'expertise, de leur degré d'expérience ou de compétence et de leur degré d'indépendance (P. Desbrières et G. Broye, 2000). Leur degré d'expertise est fonction de leur capacité à collecter et à traiter l'information. Les informations collectées, lors de cette phase, ont nécessairement pour objet d'évaluer le risque d'activisme. Leur degré d'indépendance leur permet de mener un ensemble d'activités de sollicitation de vote qui sont à l'origine de coûts de coordination. Ces coûts d'intervention des actionnaires minoritaires, sous forme de défection et de prise de parole (A. O. Hirschman, 1970), sont fonction du système de gouvernement des entreprises.

2. 1. 1. Les coûts informationnels

Selon C. Kahn et A. Winton (1998, p. 102), la décision de mettre en place un processus d'activisme dépend des capacités de collecte et de traitement de l'information privée. L'avantage informationnel que l'actionnaire dissident aura sur le marché lui permettra de réaliser des bénéfices privés. Toutefois, la coalition dissidente peut rencontrer de nombreux obstacles pour collecter cette information.

Les coûts informationnels peuvent être imposés par la direction. Les actionnaires externes, contrairement aux dirigeants, n'ont pas accès à la liste des actionnaires. La durée d'une « bataille de procuration » joue également au détriment des actionnaires minoritaires dissidents. L'équipe *managériale* peut fixer des délais très courts (date de début et de fin des dépôts des mandats de vote et date de convocation à l'assemblée générale). Ces délais, très proches des uns des autres, raccourcissent le temps alloué à la coalition dissidente pour inciter les actionnaires minoritaires passifs à voter ou à envoyer leur procuration de vote aux actionnaires contestataires. De plus, les

assemblées générales ont souvent lieu les jours ouvrés pendant les heures de bureau et loin du domicile (S. L'Hélias, 1997, p. 30). La direction peut également mettre en place une politique de communication envoyant des signaux « bruités » aux actionnaires minoritaires. En effet, la qualité de l'information diffusée par la société dépend des obligations légales, mais aussi, de la volonté ou de l'absence de volonté de transparence de la part du dirigeant (C. Karsenti, 1997, p. 94).

Ces coûts informationnels peuvent être occasionnés par l'objet du recours et la procédure judiciaire (D. Schmidt, 1999, p. 154). Dans certains cas tels que les OPR (Offre Publique de Retrait), le prix sera jugé par trois personnes : l'évaluateur, l'expert indépendant et le CMF (Conseil des Marchés Financiers). Le minoritaire dissident mène un recours contre quatre « contradicteurs » : la COB (Commission des Opérations Boursières), le CMF (Conseil des Marchés Financiers), l'initiateur de l'offre et la société visée. Il dispose de dix jours pour déposer au greffe du tribunal de commerce un recours. Encore faut-il qu'il ait pris connaissance des faits litigieux. Des actionnaires minoritaires peuvent se joindre à son action judiciaire. Ils ne sont pas enfermés dans ce délai. Cette coalition dissidente dispose ensuite d'un mois pour exposer ses moyens. L'accès aux informations et aux éléments pris en compte dans l'évaluation est limité aux documents examinés par le CMF. Le requérant ne peut avoir accès aux données prises en compte dans les diverses évaluations mentionnées dans les documents soumis au CMF (« affaire Elyo »). De plus, « Pour réussir en cette entreprise, le requérant n'a souvent pas les moyens financiers et n'a jamais le temps nécessaire pour demander à un tiers expert d'analyser et de discuter l'approche multicritères présentée dans la note d'information et validée par l'autorité de marché » (D. Schmidt, 1970, p. 156). Ainsi, le droit peut être analysé comme une contrainte institutionnelle, mais aussi, comme un outil de communication diminuant les coûts de coordination.

Ces coûts sont ainsi fonction de la nature de l'information à collecter et à traiter. C. Kahn et A. Winton (1998, p. 120) montrent qu'il est difficile d'anticiper la performance financière des entreprises spécialisées dans le secteur des nouvelles technologies. Leur politique d'investissements dans des actifs non redéployables et idiosyncratiques⁵⁰ (O. Williamson, 1994), notamment en recherche et développement,

⁵⁰ Ces investissements sont spécifiques à la personne même du dirigeant. Leur valeur dépend du maintien du dirigeant au sein de l'entreprise.

rend peu lisible l'information transmise. Cette information opaque nécessite des compétences particulières, du temps et des efforts pour évaluer les effets de ces actifs sur la richesse des actionnaires. Selon F. P. Zampa et A. E. McCormick (1991, p. 5), les entreprises visées par des actionnaires contestataires sont des entreprises cotées « hautement visibles » menant une stratégie de communication privée et publique à l'égard de ses actionnaires-clients.

De plus, en dehors de tout comportement stratégique par la coalition de contrôle, la rationalité limitée des actionnaires entraîne des coûts de négociation élevés (coûts directs de recherche d'un pouvoir de négociation). Ces coûts de transactions sont nécessaires pour que les actionnaires parviennent à un accord. Si un groupe d'actionnaires détient une information privée, il peut également compromettre la réalisation d'un accord collectif entre actionnaires minoritaires.

2. 1. 2. Les coûts de coordination

Les coûts d'influence sont « des coûts occasionnés par toute tentative, soit d'influencer les décisions d'autrui dans son propre intérêt, soit de contrer de telles activités d'influence provenant de tiers ainsi que les coûts engendrés par la perte de qualité des décisions prises au sein de la firme du fait des jeux d'influence » (P. Milgrom et J. Roberts, 1997, p. 784). Selon R. C. Pozen (1994, p. 140), les coûts de l'activisme dépendent des moyens de pression formels (mise en place d'une « bataille de procuration »⁵¹) et informels (discussions avec la coalition de contrôle) mis à la disposition des investisseurs. Les fonds de pension américains dépensent annuellement de 50 000 \$ à 1 million de dollars pour leur programme d'activisme. M. Smith (1996) rapporte que le fonds CalPERS dépense en moyenne 50 000 \$ annuellement pour toutes ses activités d'activisme, ce qui représente 0,002 % de la valeur de ses fonds domestiques. W. Carleton et *al.* (1998) montrent que le fonds de pension CREF (*College Retirement Equities Fund*) dépense un million de dollars annuellement, soit 0,002 % de ses actifs pour son programme d'activisme. L'activisme français est un processus de contestation coûteux car il nécessite de manière systématique la mise en

⁵¹ Les coûts de la « bataille de procuration » seront fonction de la structure du capital. Plus le capital est diffus, plus coûteux sera la « bataille de procuration » puisque le nombre d'actionnaires à solliciter sera plus élevé.

place d'un processus judiciaire souvent très long. La coalition dissidente peut engager des professionnels de la communication, des experts financiers, des avocats et des sociétés professionnelles spécialisées. Par exemple, la société belge Déminor ne prend sa commission qu'en cas de succès de la procédure contentieuse. Certains avocats utilisent également cette formule mais en ajoutant des frais fixes tenant compte des obligations de publicité légales. Et, dans les situations non conflictuelles, la société Déminor se fait rémunérer comme une banque d'affaires. Elle 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 ». Certains frais sont à la charge de l'entreprise visée. La création ou l'adhésion à une association d'actionnaires⁵², mécanisme spécifique de nature intentionnelle, permet de réduire les coûts de ces activités d'influence en utilisant l'effet de « levier collectif » (M. Useem, 1996, p. 9).

Les bénéfices varient en fonction de la probabilité de réussite et du résultat de l'activisme, avec des gains potentiels élevés lorsque la résolution proposée a des effets sur la valeur actionnariale. L'évaluation des gains nets engendrés par l'activisme entraîne également des coûts. Il est difficile de mesurer les bénéfices d'un activisme par des actionnaires minoritaires. En effet, comment évaluer les profits issus de la mise en place d'un comité de rémunération à la demande d'une coalition minoritaire dissidente ?

De plus, de nombreux obstacles rendent l'évaluation de l'activisme difficile. Pour qu'une telle manœuvre réussisse il faut que les actionnaires évaluent qu'un vote peut être négatif et qu'il peut donc avoir des conséquences effectives, ensuite, il faut que chaque actionnaire estime qu'il ne saura pas le seul à voter en ce sens. Entre la conscience que l'on pourrait voter d'une certaine façon et le vote effectif, la marge est grande tant l'opinion sur le succès de l'opération joue souvent un rôle considérable.

Ainsi, les coûts d'influence varient en fonction de la nature de l'information à collecter, de la nature des moyens de pression formels et informels mis en place par la

⁵² Les cotisations annuelles sont de l'ordre de 620 francs pour l'ANAF et de 250 francs pour l'ADAM. En plus d'une partie fixe, les actionnaires sont amenés à verser une somme d'argent supplémentaire fonction des frais des procédures judiciaires.

coalition dissidente et par la coalition de contrôle, mais aussi, des activités d'influence des autres parties prenantes.

2. 2. Les autres sources de conflits d'intérêts

Comme le mesure B. S. Black (1998, p. 462), il n'existe pas de relation positive entre l'activisme des actionnaires minoritaires et la performance financière des entreprises visées par des actionnaires institutionnels actifs. L'absence de résultat significatif trouve une explication dans les autres sources de conflits d'intérêts opposant notamment les actionnaires institutionnels à leurs clients. M. A. O'Sullivan (2000, p.184-185) note que les actionnaires institutionnels sous la pression des unions syndicales exercent une influence latente sur le processus d'allocation des ressources des entreprises américaines. M. J. Roe (2001a, p. 138) postule que « les politiques gouvernementales donnent aux salariés plus de droits pour s'opposer aux changements. Elles ont mis en place des cadres de négociation nationaux qui favorisent les salariés, cadres qui permettent également de réduire les « coûts de coalition » pour les actionnaires, facilitant ainsi la négociation ». Ainsi, les études empiriques *anglo-saxonnes* n'ont pas déterminé de relations significatives entre cet activisme et la performance financière de l'entreprise, seules les motivations des dirigeants semblent avoir été modifiées. Dès lors, la demande croissante des actionnaires pour une amélioration de la liquidité de leurs titres semble avoir fourni aux dirigeants l'opportunité d'accroître leurs prélèvements pécuniaires et non pécuniaires au nom de la création de la valeur actionnariale (M. A. O'Sullivan, 2000). Comme le souligne M. A. O'Sullivan (2000, p. 185), on peut alors s'interroger sur les capacités réelles de contrôle de cette « démocratie actionnariale ».

Examinons, parmi les barrières institutionnelles auxquelles se heurtent les actionnaires minoritaires, celles relatives aux normes de maximisation de la valeur actionnariale et de la valeur partenariale. En effet, selon l'approche partenariale du gouvernement des entreprises, l'efficacité du système de gouvernance se mesure en termes de valeur partenariale (G. Charreaux et P. Desbrières, 1998). La lutte contre l'enracinement peut comporter des effets pervers. « Un contrôle trop strict des activités des dirigeants induit des attitudes non coopératives (rétention d'informations...), une baisse de l'investissement en capital humain spécifique à la firme, voire une orientation

de la stratégie de façon à donner satisfaction aux groupes de *stakeholders* les plus puissants, fut-ce au détriment de la viabilité de la coalition » (G. Charreaux, 1997b, p. 456-457). Dans le modèle de « rente *managériale* » proposé par R. P. Castanias et C. E. Helfat (1992, p. 163-164), les mesures « anti-OPA » ne sont pas une source de conflits d'intérêts, elles sécurisent et favorisent l'investissement en capital humain du dirigeant. Aussi, capable d'anticipations rationnelles et cherchant à protéger son capital humain, celui-ci sera alors incité à produire de la rente organisationnelle au cours des périodes suivantes en investissant dans les projets rentables. Par conséquent, cette stratégie favorisera simultanément l'alignement des intérêts des actionnaires et du dirigeant.

Selon le modèle contractuel partenarial, la position de force dans la création et le partage de la valeur de chacune des coalitions d'actionnaires (coalition de contrôle et coalition minoritaire dissidente) dépend d'une part du système de gouvernement des entreprises, de l'état des différents marchés, notamment des possibilités de sortie et, d'autre part, de leur capacité à prendre la parole, fonction du statut de créancier résiduel de chacune des parties prenantes à l'organisation (G. Charreaux et Ph. Desbrières, 1998, p. 66). Le statut de propriétaire s'étend à l'ensemble des participants au nœud de contrats. Ainsi, il peut être de l'intérêt d'une coalition de contrôle d'attribuer aux salariés un pouvoir décisionnel résiduel sur le partage de la valeur en leur accordant, par exemple, une politique salariale avantageuse, sachant que leur contribution à la création de la valeur dépend de leurs compétences spécifiques. Dans ce cas, la coalition de contrôle aura intérêt à fidéliser les actionnaires minoritaires en les rémunérant au delà de leur coût d'opportunité⁵³ pour se protéger d'une éventuelle révocation et à distribuer une plus grande fraction de la rente organisationnelle aux salariés.

⁵³ Le coût d'opportunité est le prix minimal exigé pour que les différentes parties prenantes à l'organisation entreprennent ou poursuivent la transaction.

Conclusion

D'après la théorie du gouvernement des entreprises, l'activisme des actionnaires minoritaires est 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. Au cours de ce processus d'activisme plusieurs coalitions se forment : une coalition de contrôle et une coalition minoritaire dissidente.

La coalition de contrôle est composée de l'équipe de direction, de(s) actionnaire(s) de référence, des blocs minoritaires non contrôlants affiliés et des actionnaires minoritaires affiliés. L'étude du comportement actif de cette coalition nous permet d'énoncer une première proposition centrale pour notre recherche :

Proposition 1 :

Afin de protéger son capital managérial, le dirigeant de l'entreprise, capable d'anticipations rationnelles, forme avec les autres parties prenantes de l'organisation, actionnaires ou non, une coalition de contrôle qui lui permet de maîtriser les différentes étapes décisionnelles. Cette coalition de contrôle met en œuvre des stratégies de neutralisation des mécanismes externes et internes de gouvernement des entreprises.

La probabilité d'occurrence de l'activisme des actionnaires minoritaires est alors une fonction croissante de ces stratégies qui en paralysant les mécanismes de prise de parole et de retrait des actionnaires minoritaires augmentent leurs coûts d'opportunités.

Dans ce contexte, une coalition minoritaire dissidente tente de prendre une part active dans le processus décisionnel de création et de répartition de la valeur. Elle se distingue de la coalition de contrôle dans le sens où elle possède une influence qui ne sera exercé que dans le cadre d'une décision ou une question controversée. Son activisme se traduit par un ensemble d'activités d'influence à destination notamment des actionnaires minoritaires passifs et actifs. Les actionnaires passifs gèrent leurs placements plus globalement, en constituant un portefeuille d'actions. Ils ont une

attitude de « passager clandestin », contrairement aux actionnaires dits actifs qui choisissent d'exercer leurs droits décisionnels afin de surveiller les performances d'une entreprise particulière. L'analyse du comportement actif de cette coalition dissidente fait l'objet d'une seconde proposition principale :

Proposition 2 :

En fonction de leurs anticipations supposées rationnelles sur la valeur future des cash-flows, de leurs capacités d'expertise et d'influence ainsi que de leurs compétences, les actionnaires minoritaires « activistes » mèneront un ensemble d'activités d'influence dans le but de résoudre le problème du « passager clandestin » et d'exercer une pression formelle (activités judiciaires, activités de sollicitation de vote, ...) et informelle (activités de lobbying, activités de négociation,...) sur la coalition de contrôle et les autorités boursières et judiciaires.

La probabilité du succès de l'activisme des actionnaires minoritaires est alors une fonction croissante de l'intensité des activités d'influence et de la composition de la coalition dissidente.

L'étude du comportement actif de cette coalition dissidente nous conduit à nous interroger sur les effets de l'activisme. L'activisme des actionnaires minoritaires est-il à l'origine de formes alternatives de gouvernement des entreprises améliorant le processus de création et de répartition de la richesse ?

Afin de répondre à cette question, il nous est apparu nécessaire de présenter, dans le chapitre suivant, le rôle de la protection juridique des actionnaires minoritaires au sein du gouvernement des entreprises cotées françaises. En effet, nous avons pu constater que la Loi intervient avant, pendant et lors de la résolution de l'activisme. Elle est le fondement des mécanismes intentionnels non spécifiques, légaux et réglementaires, ainsi que des mécanismes intentionnels spécifiques tels que les assemblées générales (G. Charreaux, 1997b, p. 433). Ce pouvoir contraignant de la protection juridique des actionnaires définit l'espace discrétionnaire de la coalition de contrôle, notamment sa capacité à s'approprier une partie de la richesse des actionnaires minoritaires au moyen d'un ensemble d'activités d'influence, mais aussi, sa capacité à agir dans leur intérêt. De même, cette protection est un mécanisme de surveillance préventif et curatif des conflits d'intérêts, qui définit également l'espace discrétionnaire

des coalitions minoritaires identifiées. Ces dernières vont choisir de mener un ensemble d'activités d'influence en fonction des coûts d'information et de coordination, eux mêmes fonction de l'environnement légal et réglementaire. De plus, l'activisme des actionnaires minoritaires peut également être caractérisé par un ensemble d'activités de *lobbying* à destination des autorités gouvernementales, afin d'inciter ces derniers à améliorer leur protection juridique. Toutefois, des pressions seront exercées par d'autres *stakeholders* tels que les salariés, qui chercheront à préserver leurs intérêts au nom de l'intérêt général. Ainsi, dans le modèle choisi, la culture ainsi que les normes sociales jouent un rôle important, mais seule l'étude du comportement actif de la coalition de contrôle et de la coalition minoritaire dissidente sont pris en considération. Une meilleure compréhension du rôle de la protection juridique des actionnaires minoritaires apporte alors à notre modèle une meilleure compréhension des activités d'influence qui ont lieu avant et pendant le processus d'activisme.

Chapitre 3.

Une étude juridique de la protection des actionnaires minoritaires au sein du gouvernement des entreprises cotées françaises

La protection juridique des actionnaires minoritaires⁵⁴ a été renforcée au fur et à mesure de l'évolution du droit des sociétés⁵⁵ et notamment par la Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux Nouvelles Régulations Economiques⁵⁶. Le Code de commerce a établi depuis longtemps dans son livre relatif aux sociétés commerciales et aux GIE (Groupements d'Intérêt Economique) les bases de cette protection dont le principe essentiel est celui de l'égalité des actionnaires. Ainsi, Quel que soit l'actionnaire, le droit des sociétés lui garantit un droit de vote, des droits pécuniaires et un droit à l'action.

Celui-ci est composé de plusieurs éléments comme le droit d'accès à l'information et le droit de critiquer une décision. A ce titre, les actionnaires doivent bénéficier et respecter l'égalité d'information, l'égalité de prix (que l'on retrouve dans le droit boursier), l'égalité des bénéfices et l'égalité des voix.

Notre échantillon de sociétés visées par des actionnaires « activistes » a été constitué à partir d'articles de la presse financière entre 1989 et 2000, nous n'exposerons donc qu'à titre accessoire l'éventuelle implication qu'aurait pu avoir les nouvelles dispositions législatives.

C'est le développement de l'épargne qui a contraint le législateur à renforcer les obligations de sécurité des sociétés afin de protéger les « clients-actionnaires ». Ces dispositions ont été établies à partir du droit de la consommation. La Loi n° 89-421 du 23 juin 1989, en reconnaissant les associations agréées d'investisseurs, leur confère le droit d'agir en justice. Toutefois, elle ne permet aux associations que de demander la réparation d'un dommage collectif subi et non la réparation des dommages individuels subis par les actionnaires. « La situation était alors immorale et injuste pour les actionnaires : les sociétés, sollicitant de plus en plus l'épargne des particuliers, étaient pratiquement sûres de ne pas devoir indemniser les dommages causés aux actionnaires, ceux-ci ne s'engageant

⁵⁴ Titre II chapitre V - (art. L. 225-1 à 225-270) de la Loi du 24 juillet 1966.

⁵⁵ Cf. Annexe 2 pour une revue de l'évolution de la protection juridique des actionnaires minoritaires en France.

⁵⁶ In *Journal Officiel* du 16 mai 2001, p. 1776.

pas dans une procédure judiciaire » (C. Danglehant, 1996, p. 232). C'est pourquoi, la Loi n° 94-679 du 8 août 1994 a permis aux associations d'obtenir la réparation de ces dommages. Ces nouvelles prérogatives juridiques ont eu comme conséquence de multiplier les actions « associationnelles » dans de nombreuses affaires. L'apparition de conflits avec des actionnaires minoritaires « activistes » a également poussé le législateur à améliorer la protection juridique de ceux-ci.

En 1992, les Offres Publiques d'Achat (OPA) partielles ont été supprimées suite aux affaires suivantes : Perrier, Galeries Lafayette contre Nouvelles Galeries, Pinault contre Printemps et Accor contre la Compagnie Internationale des Wagons Lits. Les années 1993 à 1995 furent marquées par un foisonnement de décisions de cours d'appel sur le problème de la sanction de l'abus de minorité et sur la question de l'immixtion ou de la neutralité du juge dans la vie des sociétés (E. Lepoutre, 1995, p. 69). Les années 1995 et 1996 ont été l'objet d'une vague de contestations portant sur les modalités de fusions. Suite aux affaires : Pinault-Printemps contre la Redoute, Lagardère Groupe, Crédit Foncier de France contre la Société des Immeubles de France et Caves de Roquefort, un droit de retrait a été reconnu aux actionnaires minoritaires dans des conditions fixées par l'article 5-5-5 (aujourd'hui article 5-6-6) du règlement général du Conseil des Marchés Financiers (CMF). Actuellement, l'internationalisation des conflits (« affaire Gucci », par exemple) incite le législateur à harmoniser les Lois en reconnaissant « un devoir de loyauté » aux administrateurs. Conformément au droit américain qui sanctionne les administrateurs n'ayant pas respecté leur devoir de diligence et de loyauté⁵⁷, le droit français évolue et commence donc à les sanctionner⁵⁸. Peut-on déduire des dispositions législatives françaises en matière de protection des actionnaires minoritaires :

- que les « vides juridiques » laissés par le droit des sociétés ou le droit boursier créent un espace discrétionnaire pour la coalition minoritaire dissidente ?
- que les actionnaires minoritaires « activistes » ont une stratégie juridique particulière ?

⁵⁷ Aux Etats-Unis, le président du conseil d'administration n'est pas le seul tenu à une obligation d'information. L'administrateur à titre individuel doit collecter toutes les informations nécessaires pour motiver des décisions.

⁵⁸ La Cour de cassation a confirmé « l'obligation de sérieux qu'ont les administrateurs et que toute négligence consistant notamment dans l'absence de contrôle réel est fautive » (Cass. Com. 25 mars 1997 : JCPE 1997).

A partir de l'approche du gouvernement des entreprises, nous analyserons les garanties offertes par les dispositions législatives et réglementaires ainsi que les recommandations émises pour protéger les actionnaires minoritaires de manière préventive et nous étudierons leurs droits d'intervention lorsque les conflits d'intérêts apparaissent. Nous présenterons tout d'abord les mécanismes de contrôle externes non spécifiques (environnement légal, réglementaire et le marché financier protégeant *ex ante* les intérêts des actionnaires minoritaires) (section 1). Ensuite, nous exposerons les mécanismes de contrôle curatifs intervenant lorsqu'un conflit d'intérêts entre une minorité et une coalition de contrôle apparaît (section 2).

Section 1. LES MECANISMES DE CONTROLE PREVENTIFS ET LES CONFLITS D'INTERETS

Les textes législatifs et réglementaires, ainsi que les recommandations émises pour assurer aux investisseurs une certaine sécurité juridique, préviennent les conflits d'intérêts en fixant des obligations d'information et en instituant des principes d'égalité de prix et de vote. Nous analyserons les droits des actionnaires minoritaires (1.) afin de présenter les mécanismes de gouvernement des entreprises (2.) qui garantissent la protection de ces droits.

1. Les droits des actionnaires minoritaires

Si une société est créée, c'est « en vue de partager le bénéfice ou de profiter de l'économie qui pourra en résulter » (C. civil, art. 1832, modifié par L. n° 85-697 du 11 juillet 1985, art. 1^{er}). Ce droit financier se traduit par un droit aux dividendes, c'est-à-dire la quote-part de bénéfices distribués chaque année aux actionnaires et un droit aux réserves, lesquelles représentent la masse des bénéfices non distribués. Enfin, le droit au boni de liquidation, qui n'est autre que le dernier dividende calculé au moment de la dissolution de la société représente le dernier élément du droit financier de l'actionnaire. Selon la théorie du gouvernement des entreprises, les actionnaires ont un statut de créanciers résiduels. Ils sont censés se répartir l'intégralité des flux résiduels (1. 1.) et exercer leur droit de vote (1. 2.).

1. 1. Le droit aux flux résiduels

Ce revenu résiduel est dégagé « par un actif ou une activité, qui reste après le paiement de l'ensemble des obligations fixes » (P. Milgrom et J. Roberts, 1997, p. 784), autrement dit, une fois que « les principales décisions concernant le partage de la valeur créée ont été prises » (G. Charreaux et Ph. Desbrières, 1998, p. 66). Ces décisions d'allocation de la richesse peuvent spolier les intérêts financiers des actionnaires minoritaires au cours de la vie sociale ou lors de la cession des actions.

1. 1. 1. Au cours de la vie sociale

Les actionnaires peuvent recevoir au cours de la vie sociale « une rémunération inférieure au taux de rentabilité d'équilibre du marché (compte tenu du risque) » (G. Charreaux et Ph. Desbrières, 1998, p. 65). Les décisions d'allocation de la richesse peuvent spolier les intérêts financiers des actionnaires minoritaires dans plusieurs cas :

- lorsque la direction décide pendant plusieurs exercices d'affecter les bénéfices aux réserves ;
- lorsque les réserves sont transformées en capital ;
- lorsque la direction décide d'augmenter le capital sans droit préférentiel de souscription ;
- lorsque la société est en liquidation.

Cependant, les actionnaires possèdent un droit aux actifs qui s'exerce lors des augmentations de capital. Les actionnaires dits « anciens » ont un droit de souscription ou un droit d'attribution. Le droit de souscription s'exerce lorsque la société fait appel à de nouveaux capitaux avec émission des actions en numéraire, le droit d'attribution sera accordé lorsque les bénéfices accumulés sous forme de réserves seront incorporés au capital. Dans ce cas, les actionnaires bénéficieront d'actions gratuites. Certaines augmentations de capital suppriment le droit de souscription. En effet, avec le droit préférentiel de souscription, le succès de l'augmentation du capital repose sur les possibilités financières souvent limitées des actionnaires « anciens » (J-J. Anville N'goran, 1998, p. 1075). Mais, la renonciation à ce droit préférentiel de souscription peut entraîner une dilution des droits des actionnaires « anciens », et a pour effet la rupture d'égalité entre

actionnaires. Selon P. H. Leroy, la suppression des droits préférentiels de souscription se traduit généralement par un rejet de l'ordre de 3 à 5 % des voix exprimées. Les émissions d'actions sans droit préférentiel de souscription semblent déplaire davantage que les émissions d'obligations convertibles. Aux Etats-Unis, 16 % des fonds de pension s'opposent systématiquement aux émissions sans droit préférentiel de souscription, 63 % les examinent au cas par cas. En France, vingt-cinq actionnaires de la société L'Amy, représentant 1,45 % du capital social, assignèrent la société devant le Tribunal de commerce de Lons-le-Saunier. Le motif de leur mécontentement était que la société avait décidé lors de l'assemblée générale extraordinaire en date du 8 août 1994 de réduire à zéro franc le capital social et de l'augmenter par émission d'actions, réservant cette augmentation à la société Kitty Little Group. Le 7 juillet 1995, le Tribunal de commerce de Lons-le-Saunier a condamné tous les actionnaires minoritaires au versement à la société de dommages et intérêts d'un montant de 400 000 francs et a reconnu la validité de cette pratique du « coup d'accordéon »⁵⁹.

L'arrêt rendu par la Cour d'appel de Besançon en date du 2 décembre 1998 rappelle que les actionnaires minoritaires doivent aussi contribuer aux pertes. « Si l'intérêt commun est de partager le profit social, le devoir commun est aussi de contribuer aux pertes » (N. Sokolow et S. Montravers, 1995, p.27). Par conséquent, l'intérêt commun de la société est respecté lorsque les actionnaires minoritaires renoncent à leurs droits préférentiels de souscription en contribuant ainsi aux pertes de la société. La notion d'intérêt commun est cependant difficile à cerner. D. Schmidt (1999) la définit de la manière suivante : « l'intérêt d'un associé dans la société est de retirer de l'enrichissement collectif un enrichissement individuel ; cet intérêt est le même pour chacun des associés : il leur est commun ». « L'intérêt commun ainsi défini suppose l'équité entre les associés et ne se confond pas avec l'intérêt social » (A. Fauchon, 1999, p. 951). Dans l'arrêt L'Amy, la cour d'appel a estimé que l'intérêt social avait été respecté compte tenu de la situation financière de la société et du fait que l'équité entre associés était également respectée.

⁵⁹ Il est devenu courant d'associer une réduction et une augmentation du capital lorsqu'à la suite de difficultés financières une société doit « ouvrir son capital » à un nouveau partenaire qui consent à lui apporter de l'argent frais. Celui-ci impose généralement comme condition une réduction du capital qui fasse disparaître les pertes, le cas échéant le capital est ramené à zéro éliminant les actionnaires anciens appelés à ne pas faire jouer leurs droits préférentiels de souscription. C'est ce qu'on appelle le « coup d'accordéon », s'accompagnant souvent de la « valse des dirigeants ». La validité de cette technique a été confirmée pour la première fois par l'arrêt de la Chambre commerciale du 17 mai 1994 (Cass. Com., 17 mai 1994).

Les actionnaires minoritaires apparaissent dans une situation plus fragile que les autres parties prenantes à l'organisation car, lorsque la valeur créée de la société augmente, une faible fraction de cette dernière leur est distribuée. En effet, « le dirigeant préférera distribuer une partie de cette richesse à ceux qui jouent un rôle dans le processus de création de la valeur, notamment les salariés et s'approprier une part substantielle de cette valeur, sous forme de salaires, de bonus ou d'avantages en nature » (G. Charreaux et Ph. Desbrières, 1998, p. 71). En cas de conjoncture défavorable, cette situation incite le dirigeant à faire participer les actionnaires en priorité, puisqu'en raison de leur statut de créanciers résiduels, ils ont l'obligation de contribuer aux pertes sociales.

Une des protections offertes aux actionnaires minoritaires est de céder leurs actions, leur rémunération effective se faisant alors de manière indirecte par la plus-value de leurs titres de propriété.

1. 1. 2. Lors de la cession d'actions

Le gain des actionnaires peut donc se concrétiser lors de la cession de leurs actions. Cependant, certaines opérations financières remettent en cause la valorisation de leurs participations. Quelles sont les garanties de l'égalité des prix dans le cas de cession d'actions ? Quelles sont les prérogatives juridiques des actionnaires victimes de la chute des cours ? Faut-il les condamner à demeurer dans une société à faible performance financière sans que leur soit offerte une porte de sortie ?

L'absence de solution juridique et la multiplication des recours judiciaires par des minoritaires dissidents ont incité le législateur et la jurisprudence à leur accorder davantage de protections en supprimant les OPA partielles, en offrant une procédure de garantie de cours et en reconnaissant un droit de retrait aux actionnaires minoritaires.

1. 1. 2. 1. La suppression des OPA partielles

L'OPA obligatoire est apparue en 1989 comme un des moyens de défense contre les ramassages boursiers et comme une garantie de l'égalité des prix. L'OPA partielle devait viser un certain nombre de titres permettant à l'initiateur de détenir à l'issue de l'opération 66 % du capital, soit les deux tiers des titres. Toutefois, cette réglementation a posé quelques difficultés lors de « l'affaire Pinault SA contre Printemps ». La société

initiatrice, Pinault SA, avait acquis dans un premier temps 40 % du capital. Elle lança ensuite une OPA jusqu'à 66 %. Cependant, tous les actionnaires apportèrent leurs titres conduisant à une réduction des offres faites par le marché. La société initiatrice proposa d'acheter le reliquat des actions un an après au prix de 780 francs, alors qu'elle avait acquis les autres titres à 1 105 francs. Cette situation a amené le ministre de l'époque à demander au CBV (Conseil des Bourses de Valeurs aujourd'hui dénommé Conseil des Marchés Financiers⁶⁰) de revoir le règlement sur les OPA. C'est pourquoi, en 1992, il a été décidé que toute OPA serait désormais à 100 % des titres comme dans la procédure de maintien des cours en matière de cession de bloc.

1. 1. 2. 2. La procédure de garantie de cours

Toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, est tenue de déposer un projet de garantie des cours dès lors qu'elle acquiert ou s'engage à acquérir un bloc conférant la majorité du capital social ou des droits de vote. Cette procédure garantit aux minoritaires la cession de leurs titres à un prix identique à celui offert aux titres dépendants d'un bloc majoritaire.

Le 29 septembre 1994, la Cour de cassation a expressément indiqué que cette procédure ne s'appliquait qu'en cas de changement du contrôle majoritaire des droits de vote au sein de la société et non au simple cas de changement du contrôle de fait.

Ce caractère restrictif a été accusé par la jurisprudence. Dans l'arrêt *Devanlay* contre *Les Nouvelles Galeries*, la Cour d'appel de Paris a considéré qu'il convenait d'en rester à une application très limitée des textes. Le rapport *Lepetit*⁶¹ a apporté quelques précisions sur les conditions d'application de cette procédure. Il résulte de ce rapport que lorsqu'un actionnaire majoritaire vient à céder son bloc de contrôle, les actionnaires minoritaires peuvent céder leurs titres par le biais de cette procédure. Par contre, si

⁶⁰ La loi de « Modernisation des Activités Financières » (« loi MAF ») a procédé à une fusion des institutions du marché boursier (Conseil des Bourses de Valeurs) et du marché des produits dérivés (Conseil des Marchés à Terme) en une seule et unique institution, le Conseil des Marchés Financiers (dénommé CMF). Le CMF, comme nous l'expliquerons dans la seconde section, est une autorité professionnelle d'après l'article 27 de la loi du 2 juillet 1996 et du décret du 3 octobre 1996.

⁶¹ Le rapport sur « La protection des actionnaires minoritaires dans les opérations de fusion et de garantie de cours » a été élaboré par un groupe de travail présidé par J. F. Lepetit en septembre 1996. Il a été adopté par la COB le 28 mars 2000.

plusieurs actionnaires importants coexistent dans la société et que l'un d'entre eux vient à franchir le seuil de 50 %, il est contraint de déclencher une OPA.

Le principe d'égalité entre actionnaires est cependant relatif puisque le prix peut être inférieur au cours du jour de l'annonce du projet d'acquisition.

1. 1. 2. 3. La procédure de retrait obligatoire

Certaines opérations financières telles que les fusions sont sources de contentieux. En effet, elles entraînent en général un transfert du contrôle de la société avec le maintien d'une minorité à laquelle le retrait n'a pas été proposé. En outre, les fusions peuvent être réalisées sans que les minoritaires aient l'occasion de se prononcer sur les modalités de l'opération de restructuration. La Loi n° 94-126 du 11 février 1994, dite Loi Madelin, a en effet supprimé la nécessité pour l'assemblée générale extraordinaire de la société absorbante de se prononcer sur l'évaluation des actifs, objet de l'apport. C'est pourquoi, la plupart des actionnaires minoritaires ont contesté les modalités de fusion et incité les autorités de marché à déclencher une procédure d'offre de retrait obligatoire au cours des dernières années. Pour palier ces nombreux recours judiciaires, le droit boursier français a reconnu un droit de retrait des minoritaires. Dans certains cas, la procédure sera soumise à l'appréciation discrétionnaire du CMF, dans d'autres, elle sera organisée par la Loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 qui prévoit l'organisation d'un retrait obligatoire suite à une offre publique de retrait.

Contrairement au retrait obligatoire, l'offre publique de retrait (OPR) donne aux actionnaires la faculté, et non l'obligation, de vendre leurs actions, leurs certificats d'investissement ou leurs droits de vote. D'autre part, elle impose, dans certaines circonstances, aux actionnaires agissant de concert⁶² le rachat des titres détenus par les minoritaires. Ce droit est une innovation fondamentale de la Loi n° 89-531 du 2 août 1989 qui est accordé dans plusieurs hypothèses :

⁶² L'action de concert est un accord conclu en vue d'acquérir ou de céder des droits de vote ou en vue d'exercer des droits de vote pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société. Cette action est souvent présentée comme un mécanisme du seul droit boursier, puisque sa reconnaissance induit des obligations d'achat par voie d'offre publique, de garantie de cours ou offre publique de retrait.

- sur demande des minoritaires d'une société dominée à 95 % dès l'instant où le titre ne peut être cédé dans des conditions normales ou de délai (article 5-6-1 du règlement général du CMF) ;
- sur demande des majoritaires d'une société dominée à 95 % (article 5-6-3 du règlement général du CMF) ;
- lors de la modification significative des dispositions statutaires de la société (forme de la société, conditions de cession et de transmission des titres du capital social, droits attachés à des titres), lors de la réorientation de l'activité sociale, lors de la suppression pendant plusieurs exercices de la politique de dividendes ou lors de la cession ou de l'apport à une autre société de la totalité ou du principal des actifs (article 5-6-6 du règlement général du CMF).

L'article 5-6-6 peut s'appliquer à une opération de fusion-absorption à condition d'emporter l'une au moins des conditions énumérées par cet article. Son application ne s'impose pas au CMF comme une obligation. Ces cas de mise en œuvre de la procédure de retrait ont été ajoutés dans le nouveau règlement du CMF à la suite d'un rapport de la COB qui souhaitait mieux voir pris en compte les intérêts des actionnaires minoritaires à l'occasion de ce type d'opération⁶³. Toutefois, des modifications significatives sont intervenues récemment. Désormais, le CMF apprécie les conséquences d'une OPR et décide s'il y a lieu à sa mise en œuvre ou non.

L'avantage de la mise en application de l'OPR est de permettre aux actionnaires minoritaires d'obtenir une prime de sortie lorsque leurs titres sont dévalorisés et ne peuvent trouver d'acquéreur sur un marché devenu atone. Depuis l'instauration de cette procédure, l'activisme des actionnaires minoritaires a été d'apporter la preuve que l'un des événements précédemment énoncés était rempli afin d'organiser leur sortie de la société. Cependant, le déclenchement d'une OPR n'est pas un droit automatique reconnu aux actionnaires minoritaires comme le rappelle la Cour d'appel de Paris lors de « l'affaire Adam contre Société Générale-Havas ».

La procédure de retrait obligatoire suit normalement une OPR (art. 5-7-1 du règlement général du CMF). Ce retrait obligatoire vise à obtenir le transfert des titres non

⁶³ In « Rapport sur la protection des actionnaires minoritaires dans les opérations de fusion et de garantie de cours », *Bulletin de la COB*, n° 305, août-septembre, 1996, p. 7.

présentés par les actionnaires minoritaires à l'OPR moyennant le versement d'une « indemnité » dont l'évaluation est appréciée par un expert indépendant. L'introduction de cette procédure en droit français a suscité une vive polémique. Certains auteurs l'avaient qualifiée de « procédure d'expropriation pour cause d'utilité publique ». Cet argument de nécessité publique, prétendu contraire à l'article 17 de la Déclaration des droits de l'homme, avait été avancé par les minoritaires dans « l'affaire Sogenal ». Il a été néanmoins écarté par la Cour d'appel de Paris dans sa décision en date du 16 mai 1995. Il est vrai que cette procédure a suscité l'intérêt de nombreux minoritaires, puisque le montant de l'indemnité fixée lors du retrait obligatoire peut être différent de celui de l'OPR. Deux cas sont alors à envisager :

- si l'indemnité du retrait obligatoire est supérieure au prix de l'OPR alors les actionnaires minoritaires seront tentés d'attendre le retrait obligatoire pour apporter leurs titres, privant ainsi la procédure d'offre publique de retrait de son efficacité ;
- si l'indemnité est au contraire inférieure au prix de l'OPR, alors l'opération est « critiquable en tant que portant atteinte à la fois au principe de protection de l'épargne publique et à celui selon lequel nul ne peut être privé de sa propriété sans une juste et préalable indemnité » (T. Brocas et V. Tandreau de Marsac, 1997, p. 30-33).

Le texte adopté par le législateur français n'a pas clairement tranché entre ces deux opérations. Il a adopté une position médiane, l'article 5-7-1 du règlement général du CMF énonce que cette évaluation doit se faire « selon les méthodes objectives, pratiquées en cas de cession d'actif, tenant compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiales et des perspectives d'activité ». Une évaluation multicritères est possible, mais le prix retenu doit être au moins égal au prix de l'OPR en l'absence d'élément nouveau (art. 6 bis de la Loi n° 88-70 du 22 janvier 1988, désormais art. L. 433-4 du Code monétaire et financier). Cette définition légale a connu de nombreuses évolutions et a posé quelques problèmes.

L'arrêt Sogenal de la Cour d'appel de Paris en date du 16 mai 1995 rendu à la suite des recours en annulation déposés par les actionnaires minoritaires de la société Sogenal est une décision de principe permettant de préciser la pertinence d'un certain nombre d'éléments clés de l'évaluation.

L'étude des faits de l'arrêt nous apprend que la Société Générale a déposé un projet d'OPA simplifiée sur la totalité des actions de la Société générale alsacienne de banque

(société Sogenal), en précisant que si elle détenait au moins 95 % du capital à l'issue de l'opération, elle déposerait immédiatement un projet d'OPR suivi d'un retrait obligatoire. Le prix proposé et accepté par le CBV était de 185 francs par action dans le cadre de l'offre publique simplifiée. A l'issue de cette offre, la Société Générale détenait 98,5 % des actions de la société Sogenal. Le 17 janvier 1995, le CBV déclarait donc recevable et ouverte du 24 janvier au 6 février 1995 l'OPR suivie du retrait obligatoire.

L'association ADAM ainsi que neuf actionnaires de la société Sogenal ont contesté les critères d'évaluation du prix de l'OPR et de l'indemnité du retrait obligatoire. Ils ont donc formé un recours en annulation de la décision du CBV au motif que l'OPR est une opération de bourse portant sur un titre négociable alors que le retrait obligatoire institué par la Loi du 31 décembre 1993 est une opération d'expropriation.

La problématique de droit posée à la Cour de cassation était de savoir si l'indemnité allouée aux actionnaires peut être inférieure à la valeur de l'actif net réévalué.

Pour Colette Neuville, présidente de l'ADAM, « l'indemnité allouée aux actionnaires ne saurait être inférieure à la valeur de l'actif net réévalué, soit 224 francs par action » (*La Tribune*, 10 janvier 1995). Le 29 avril 1997, la Cour de cassation confirmait la décision rendue par la Cour d'appel de Paris du 16 mai 1995 en retenant que la méthode d'évaluation à retenir doit être la méthode multicritères. L'indemnité due aux minoritaires évincés par un retrait obligatoire ne doit pas être une fraction de la valeur de l'actif net de la société, mais elle doit être évaluée selon une pondération appropriée. Celle-ci sera fonction de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence des filiales et des perspectives d'activité. Ainsi, l'arrêt Sogenal est intéressant car il énonce les différents critères d'évaluation acceptables dans le cadre de l'approche multicritères.

En outre, cette décision confirme que le prix de l'OPR ne doit pas être distinct du montant de l'indemnité fixée dans le cas du retrait obligatoire, puisque les deux opérations sont pratiquement indissociables.

Dans « l'affaire Avenir Havas Média », la Cour d'appel de Paris a décidé le 16 mai 1994 que le critère posé par l'ancien article 5-2-7 « ne vise pas à une indemnisation, mais à un prix évalué en fonction de critères d'évaluation objectifs usuellement retenus et des caractéristiques de la société visée, c'est-à-dire selon une méthode d'évaluation multicritères » (F. Peltier, 1995, p. 57). C'est sur cette distinction opérée par la Cour d'appel de Paris entre l'indemnisation et le prix fixé dans le cadre d'une procédure d'offre que les actionnaires minoritaires de « l'affaire Sogenal » soutenaient que l'article 5-2-7

avait vocation à être appliqué lors des offres publiques, mais il ne permettait pas de définir le caractère équitable d'une indemnité dans le cadre d'un retrait obligatoire. De plus, les actionnaires minoritaires requérants s'appuyaient sur la définition légale de l'indemnité pour réclamer une indemnité plus élevée que le prix de l'offre. Or, le 16 mai 1994, la cour d'appel a déclaré que le retrait obligatoire faisait « corps » avec l'offre publique de retrait. Une grande majorité des actionnaires minoritaires avait apporté leurs titres à l'OPR précédant le retrait obligatoire. Aussi, dans tous les cas et sauf survenance d'un fait nouveau entre l'offre de retrait et le retrait obligatoire, la même analyse multicritères doit permettre de calculer à l'identique le prix de l'OPR et l'indemnité du retrait obligatoire. La Cour précise qu'il ne s'agit pas cependant de calculer une valeur liquidative⁶⁴ de la société pour déterminer le montant de l'indemnité des actionnaires minoritaires. D'une manière générale « les actionnaires minoritaires ne sauraient, sous couvert du principe d'une indemnisation équitable et de l'égalité des actionnaires, invoquer un droit à l'application exclusive du critère qu'ils estiment leur être le plus favorable » (H. de Vauplane et J. P. Bornet, 1998). En définitive, « l'initiateur a toute liberté d'ajouter ou de retrancher des critères à la liste de ceux énoncés par l'article 6 bis⁶⁵ » (T. Brocas et V. Tandeau de Marsac, 1997, p. 32).

Les actionnaires minoritaires victimes d'une décote de leurs actions disposent de peu de recours. Selon certaines circonstances définies par le droit des sociétés, le droit boursier et la jurisprudence, les actionnaires minoritaires ont l'opportunité lors d'opérations de restructuration (OPA, OPR, fusion...) de réaliser une prime de sortie ou d'obtenir une réévaluation du prix offert. En juin 1990, le groupe Accor a acheté avec la Société Générale de Belgique 26,7 % des titres de la société Wagons-Lits au Groupe Bruxelles Lambert au prix unitaire de 12 500 francs belges. Suite à la baisse du titre, le groupe Accor a lancé une OPA à hauteur de 8 650 francs belges par titre. Après la mobilisation des actionnaires, le prix des titres a été ajusté à 12 500 francs belges.

Les droits financiers supplémentaires accordés suite à l'apparition de contentieux systématiques modifient le traitement des actionnaires minoritaires et les règles de

⁶⁴ Les actionnaires minoritaires prétendaient également que l'évaluation de l'indemnité devait être fondée sur le seul critère de l'actif net réévalué, et ils soutenaient à l'appui de cette thèse que la décision violait le principe d'égalité entre actionnaires en privant les minoritaires exclus de leurs droits sur les réserves comptables et latentes.

⁶⁵ Art. 6 bis de la Loi n° 88-70 du 22 janvier 1988, désormais art. L. 433-4 du Code monétaire et financier.

fonctionnement du marché financier (système des OPA partielles aboli et celui des fusions modifié). La revendication de leurs droits financiers s'effectue par l'exercice de leurs droits de vote lors de la tenue des assemblées générales (mécanisme de contrôle spécifique de nature intentionnelle).

1. 2. Le droit de vote

Le droit d'action de la minorité est composé de deux étapes : l'accès à l'information (1. 2. 1.) puis la critique d'une décision (1. 2. 2.). Celle-ci peut s'exprimer en assemblée générale, le contrôle sera alors préventif, ou devant les tribunaux par une action judiciaire lorsque le mécontentement des actionnaires minoritaires n'a pas été satisfait, le mécanisme sera alors curatif.

1. 2. 1. Le droit à l'information

L'organisation de l'information au sein des sociétés est complexe car elle s'adresse à des groupes d'individus hétérogènes. « L'étendue de l'information est surtout génératrice de conflits, d'une part, entre l'intérêt des associés pour lesquels la société doit apparaître dans toute sa transparence et d'autre part, avec la nécessité de protéger l'entreprise qui ne doit pas se révéler à la concurrence » (I. Urbain-Parleani I. et M. Boizard, 1996, p. 448). De nombreuses affaires en cours, dont la presse se fait l'écho, mettent en cause la qualité de l'information financière de certaines sociétés (Crédit Foncier de France, Dapta-Mallinjoud, Pallas Stern, Eurotunnel). Elles conduisent à s'interroger sur le contrôle exercé sur l'information financière.

Ce contrôle s'effectue en premier lors de la tenue d'une assemblée générale. Une société doit informer ses actionnaires de la tenue de l'assemblée par un avis de réunion publié au BALO (Bulletin des Annonces Légales Obligatoires) trente jours au moins avant la date de l'assemblée et par une convocation quinze jours au moins avant la date de l'assemblée. Quel que soit le montant de capital social détenu par les actionnaires, ils peuvent poser par écrit des questions auxquelles les dirigeants seront tenus de répondre au cours de l'assemblée (art. 162 de la Loi du 24 juillet 1966, désormais art. L. 225-108 du Code de commerce). De plus, s'ils réunissent au moins 5 % du capital, ils peuvent

demander en justice la désignation d'un mandataire chargé de convoquer l'assemblée en cas d'urgence (art. 158-2° de la Loi du 24 juillet 1966, désormais L. 225-103 du Code de commerce modifié par la Loi du 15 mai 2001). Enfin, on peut noter que le Code de commerce dispose également que tout intéressé peut demander en justice la désignation d'un mandataire en cas d'urgence (art. 158-2° de la Loi du 24 juillet 1966, désormais L. 225-103 du Code de commerce).

La Loi de 1966 a souhaité encadrer les moyens d'action des actionnaires minoritaires par le principe de proportionnalité au capital social afin d'éviter les demandes intempestives et abusives d'actionnaires individuels. Rappelons que la Loi NRE est revenue sur ces dispositions en abaissant les seuils de 10 % à 5 %.

Pour les sociétés dont les actions sont cotées, les informations obligatoires doivent être publiées au BALO dans les quinze jours au moins avant la réunion de l'assemblée générale pour les comptes annuels, le projet d'affectation des résultats et les comptes consolidés s'ils sont disponibles ; dans les quarante cinq jours qui suivent l'approbation des comptes par l'assemblée générale ordinaire les comptes annuels approuvés revêtus de l'attestation des commissaires aux comptes, la décision d'affectation du résultat et les comptes consolidés (art. 294 et s. du décret de 1967 du 23 mars 1967). Les articles 297 à 299 du décret du 23 mars 1967 imposent des mesures obligatoires supplémentaires à effectuer chaque trimestre et semestre (montant net du chiffre d'affaires par activités).

La certification des comptes par les commissaires aux comptes offre une garantie de la sincérité des informations comptables et financières transmises aux tiers.

L'actionnaire dispose également en permanence d'une prérogative d'information décrite à l'article 170 de la loi du 24 juillet 1966. En effet, l'actionnaire peut notamment consulter à tout moment les documents suivants au siège social :

- les comptes annuels des trois derniers exercices ;
- la liste des administrateurs, des « directeurs » et des « surveillants »;
- les rapports de gestion des organes sociaux établis lors des trois derniers exercices ;
- les procès verbaux et les feuilles de présence des assemblées tenues dans la même période.

L'actionnaire dispose donc d'un droit d'information périodique et permanente. L'information périodique recouvre les publications comptables, les opérations financières et l'assemblée des actionnaires. Par complément, l'information permanente, telle que le distingue la COB, s'étend à tous les événements, non récurrents, irréguliers, qui peuvent survenir au cours de la vie de l'entreprise cotée.

Lors d'opérations financières, le droit des sociétés et la COB imposent les déclarations de franchissement de seuils, la publication des pactes d'actionnaires⁶⁶, les déclarations d'intentions et recommandent aux sociétés de procéder à des attestations d'équité ainsi que la publication de documents de référence supposés répondre aux critères de qualité et de transparence de l'information financière dans les sociétés cotées.

La Loi de 1966 prévoit la divulgation obligatoire de l'identité de toute personne morale ou physique ayant acquis au cours d'un exercice plus de la moitié du capital (art. 356 de la Loi du 24 juillet 1966, désormais art. L. 233-6 du Code de commerce) ou franchissant certains seuils de participation (art. 356. 1 et suivants de la Loi du 24 juillet 1966, désormais art. L. 233-7 et s. du Code de commerce). Cette réglementation a pour objectif de protéger les actionnaires minoritaires dans les cas d'acquisition et de cession d'une participation importante dans une société cotée en bourse.

La loi de 1966 énumère aussi les seuils dont le franchissement donne lieu dans les sociétés cotées à déclaration (art. 356-1, al. 1 ; désormais art. L. 233-7 du Code de commerce). Toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à franchir en pourcentage des droits de vote ou du capital, un seuil de participation du vingtième (5 %), du dixième (10 %), du cinquième (20 %), du tiers (33 1/3 %), de la moitié (50 %) et des deux tiers (66 2/3 %) doit en faire la déclaration à cette même société dans les quinze jours du franchissement et, au CMF dans les cinq jours (H. de Vauplane et J. P. Bornet, 1998, p. 655). Seuls les quasi-fonds propres, tels que les bons de souscription, n'ont pas à être pris en compte pour le calcul des seuils.

Ainsi, dans le dossier Casino, le CMF a estimé que l'exercice des bons de souscription d'actions Casino détenus par la société Rallye ne conduisait pas à une offre

⁶⁶ L'article 356-1-4 de la Loi du 24 juillet 1966 (désormais art. L. 233-11 du Code de commerce) prévoit que les conventions comportant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions (pactes de préemption, pactes de préférence, clauses de rachat...) doivent être transmises au CMF qui en assure la publicité.

publique d'achat liée au franchissement de seuils (avis SBF, n° 97-3589, 30 octobre 1997). En cas de violation de cette obligation, la Loi du 2 août 1989 réformant la Loi du 24 juillet 1966 prive l'actionnaire défaillant de ses droits de vote. Deux sociétés ont fait l'objet de sanctions suite à des plaintes déposées par des actionnaires minoritaires, il s'agit des affaires Perrier et Strafor Facom contre deux investisseurs institutionnels minoritaires Verneuil Finance et Wyser Pratt & Co Inc⁶⁷.

Dans le cadre des offres publiques, l'acquéreur doit procéder à des déclarations d'intention lors du franchissement des seuils. Toute personne physique ou morale, ayant acquis, seule ou de concert, un nombre d'actions représentant 10 % ou 20 % des droits de vote ou des actions admises aux négociations sur le marché réglementé, est tenue de déclarer ses objectifs au cours des douze mois à venir (art. 48 de la Loi n° 98-546 du 2 juillet 1998, art. L. 233-7 du Code de commerce). L'acquéreur doit préciser s'il envisage d'arrêter ses achats ou de les poursuivre, d'acquérir ou non le contrôle de la société concernée, de demander sa nomination comme administrateur, membre du directoire ou membre du conseil de surveillance. Dans le cadre des offres publiques, la COB en imposant des déclarations de franchissement des seuils, des déclarations d'intention et la publication d'une note d'information soumise à son visa préalable souhaite que la transparence soit renforcée. Ainsi, elle a exprimé la volonté que des opinions externes soient fournies et qu'elles fassent l'objet d'une attestation d'équité. Ces attestations, fréquentes aux Etats-Unis, ont pour fonction d'attester que ces opérations ont été conçues au regard des intérêts des actionnaires minoritaires. Elles sont généralement demandées par le conseil d'administration de la société visée par l'offre de façon à éclairer les membres ayant à formuler un avis sur l'opération.

La COB encourage également la publication des documents de référence supposés répondre aux critères de qualité et de transparence de l'information financière dans les sociétés cotées. Ce document, qui peut servir de rapport annuel, présente l'avantage d'obtenir le visa de la COB rapidement. Il permet ainsi de lancer promptement une opération financière et de réaliser d'importantes économies lors de la publication des notes d'information. La société n'est pas tenue de publier intégralement le document de référence dans les journaux mais seulement une note d'opération reprenant les principales caractéristiques de l'émetteur et les modalités de l'opération.

⁶⁷ TGI Strasbourg, 29 mai 1997, Strafor Facom c/ Verneuil Finance et Wyser Pratt et Co Inc, *Banque et Droit*, n° 54, p. 37, Chronique H. de Vauplane.

Afin d'obtenir la confiance des investisseurs et d'améliorer l'intelligibilité de l'information divulguée, la COB a cherché à développer « l'information spontanée, occasionnelle, qui n'est pas toujours rythmée par des délais, mais par les événements qui intéressent la société en cours d'exercice » (I. Urbain-Parleani et M. Boizard, p. 459). Ainsi pour les sociétés cotées, l'obligation est plus large, elle concerne l'information de tout élément susceptible d'avoir une influence sur le cours de la bourse (article 5 du règlement n° 90-02 de la COB). Il existe toutefois des exceptions liées au « secret des affaires ». L'émetteur, ou la personne préparant une opération financière, peut prendre la responsabilité de différer la publication d'une information afin que celle-ci ne porte pas atteinte aux « intérêts légitimes » de l'émetteur et à ceux des actionnaires ainsi qu'à la réalisation de l'opération (article 4 du règlement n° 90-02 de la COB). La COB se fonde principalement sur les contraintes de confidentialité liées à la concurrence.

Dans les faits, la mise en œuvre de ce droit à l'information périodique conditionnée au montant de la participation du capital social détenu peut être contrainte par la difficulté de rassembler plusieurs actionnaires dans un bref délai. L'actionnaire insatisfait possède vingt cinq jours avant la date de l'assemblée générale ou dix jours après l'avis inséré au BALO pour accéder à la liste des actionnaires et les convaincre de se joindre à son action.

L'exercice du droit de vote peut rencontrer de nombreux obstacles. Les assemblées ont souvent lieu les jours ouvrés, pendant les heures de bureau, loin du domicile de l'investisseur (S. L'Hélias, 1997, p. 30). De plus, l'information préalablement transmise peut être pauvre, opaque et difficilement compréhensible. Enfin, les seuils légaux de participation trop élevés et les délais de dépôt trop brefs des projets de résolutions expliquent pourquoi dans la majorité des sociétés les actionnaires « votent avec leurs pieds ».

1. 2. 2. Le droit à la critique

Les actionnaires nomment les membres du conseil d'administration de la société et décident des modifications statutaires de la société. Tout actionnaire doit être invité à participer aux assemblées générales. Les statuts peuvent cependant, sous certaines conditions, imposer la possession d'un minimum d'actions pour participer aux assemblées.

Le vote par correspondance est possible. L'actionnaire peut aussi voter par mandataire ou adresser un pouvoir en blanc. Il a été longtemps admis que les actionnaires minoritaires ne possédaient aucun réel pouvoir d'influence lors des assemblées générales et que leur vote n'avait aucune valeur. En effet, l'abstention traditionnelle de nombreux actionnaires aux assemblées reposait sur cette idée reçue de l'impuissance des minoritaires à s'opposer aux décisions *managériales* ou à faire adopter des résolutions d'actionnaires. Plusieurs raisons expliquent cette attitude passive. Les actionnaires n'ont pas toujours accès à l'information interne en liaison directe avec le processus de création de la valeur. Cette information est parfois illisible ou peu lisible. Son accès et son traitement peuvent être coûteux pour des actionnaires minoritaires dissidents. L'un des principaux obstacles concerne la méconnaissance de l'identité des actionnaires. Si la liste des actionnaires est disponible quinze jours avant l'assemblée, elle ne concerne que les nominatifs et ceux ayant demandé une carte d'administration à l'assemblée générale. Néanmoins, dans l'hypothèse où un certain pourcentage d'actionnaires serait identifié, ils peuvent être accusés d'action de concert (« affaire André »). Les délais de convocation à une nouvelle assemblée générale sont très courts et les coûts d'une campagne de mobilisation élevés. Cette information est l'un des vecteurs privilégiés de l'enracinement de la coalition de contrôle.

Les actionnaires minoritaires, au vu de leurs droits individuels et collectifs liés à leur statut de créanciers résiduels, apparaissent dans une situation fragile. Généralement, la minorité est peu incitée à exercer cette fonction de contrôle puisque sa rémunération effective est fonction de la plus-value réalisée lors de la cession de leurs actions. En menant une stratégie de neutralisation des mécanismes de contrôle (*cf.* chapitre 2, section 1), la coalition de contrôle pourra limiter leurs possibilités de retrait. Toutefois, des mécanismes de gouvernement préventifs que sont les autorités boursières surveillent cette stratégie.

2. Les autorités de surveillance *ex-ante*

Parallèlement aux mécanismes préventifs des conflits d'intérêts exercés par les actionnaires minoritaires, la Commission des Opérations de Bourse (2. 1.) et le Conseil des Marchés Financiers (2. 2.) s'appliquent à surveiller les activités de la coalition de contrôle afin notamment de protéger les actionnaires minoritaires.

2. 1. La commission des opérations de bourse

La COB a été mise en place par l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967. Depuis la Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996, elle est devenue une autorité administrative indépendante. Ayant acquis une personnalité juridique, le président de la COB peut agir au nom de l'Etat devant toute juridiction à l'exclusion des juridictions pénales (art. 1 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 modifié par l'article 89 de la Loi n° 96-597, désormais art. L. 621-1 du Code monétaire et financier). Avant la Loi de 1996, les épargnants lésés par une décision de la COB devaient engager un recours contre l'Etat.

La COB a pour mission de « veiller à la protection de l'épargne en valeurs mobilières... à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés de valeurs mobilières... » (art. 1-1, Ordonnance du 28 septembre 1967). A ce titre, elle doit :

- apposer son visa sur les notes d'informations que les sociétés doivent publier avant tout appel à l'épargne publique ;
- prescrire des règles de pratique professionnelle. Elle procède par voie de règlements, de recommandations ou d'avis ;
- surveiller l'action des commissaires aux comptes dont elle peut provoquer la récusation ;
- procéder à des enquêtes et transmettre le dossier au Parquet lorsqu'elle constate des infractions dans le domaine de l'épargne publique ;
- prononcer des injonctions à l'égard des sociétés coupables d'irrégularités et à l'égard des personnes ne respectant pas ses règlements.

Les pouvoirs attribués à la COB (2. 1. 2.) lui permettent d'effectuer le contrôle de l'information (2. 1. 1.) sur l'évolution des activités et des résultats des sociétés cotées.

2. 1. 1. le contrôle de l'information

Les opérations sous forme d'appel publique à l'épargne doivent donner lieu à la rédaction d'un document revêtu du visa de la COB. Elle se voit remettre le jour du dépôt de l'offre le projet de « prospectus » formé des « documents de référence » et de la « note d'information » établi par l'initiateur qu'elle doit viser dans les cinq jours de bourse à compter du dépôt (règlement COB n° 89-03, articles 8 et 9). Par la suite, ces « notes d'information » sont mises à la disposition des actionnaires au plus tard le quatrième jour de bourse suivant celui de la délivrance du visa par la commission » (règlement COB n° 89-03, article 12). Ce visa permet à la COB de contrôler l'information transmise aux épargnants. Si la COB estime que les informations adressées au public sont insatisfaisantes, elle peut refuser de délivrer le visa. Or, la jurisprudence a précisé que ce dernier est en matière d'offre publique un acte préalable et nécessaire qui conditionne l'ouverture de l'offre. Il est possible que le visa de la COB soit accompagné de « réserves » appelées « avertissements » destinés à mettre en garde les investisseurs potentiels sur la qualité de l'information diffusée par l'émetteur.

La COB veille aussi à l'information permanente du public. Elle contrôle toutes les informations comptables et complémentaires comportant des données significatives sur l'évolution de l'activité et sur les résultats des sociétés cotées. Durant la période d'offre publique, elle veille à ce que l'initiateur de la société visée s'assure que les actes et déclarations n'ont pas pour effet de compromettre l'intérêt social et l'égalité de traitement ou d'information (règlement COB n° 89-04, article 3, alinéa 1). On est alors en droit de se demander sur quels critères la COB s'appuie pour juger de la bonne qualité de l'information.

Sans constituer un catalogue exhaustif de toutes les décisions de sanctions de la COB ou de décisions correctionnelles rendues en la matière, nous énoncerons quelques décisions significatives opposant les actionnaires minoritaires à d'autres parties prenantes à l'organisation et contribuant ainsi à une meilleure compréhension de la notion de bonne information.

Le contrôle « répressif » de l'information financière relève de deux dispositions : l'une pénale (article 10-1 alinéa 3 de l'Ordonnance du 28 septembre 1967, désormais article L. 465-1 du Code monétaire et financier) qui sanctionne le délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses et, l'autre réglementaire (l'article 2 du règlement

90-02 de la COB) qui énonce qu'une bonne information est une information « exacte, précise et sincère ». *A contrario*, une information inexacte, imprécise et trompeuse dont la diffusion a été effectuée sciemment constitue une atteinte à la bonne information du public (article 3 du règlement n° 90-02 de la COB). La personne responsable d'un délit d'initié peut être condamnée à « deux ans d'emprisonnement et une amende de 10 millions de francs, montant pouvant être porté jusqu'au décuple du profit éventuellement réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit, ou de l'une de ces deux peines seulement » (art. 10-1 de l'Ordonnance n° 67-833). Pour avoir commis un délit de communication d'informations privilégiées, la personne peut être condamnée de 10 000 à 100 000 francs et/ou à un an d'emprisonnement.

Il ressort des décisions de la COB « que la prise en compte d'opérations probables ou futures doit nécessairement être assortie de réserves indiquant le caractère probable, soit incertain ou futur des résultats pris en compte » (M. C. Dang-Tran, 1998, p. 24). Ainsi, la société C.I.P. et son dirigeant ont été condamnés pour avoir publié le 21 octobre 1993 un communiqué de presse annonçant un résultat consolidé positif mais aléatoire car reposant sur le projet de cession de deux filiales. Suite à l'échec de ce projet, les résultats de l'exercice 1994 ont affiché une perte de 158 millions de francs. La COB a alors imposé à son dirigeant une amende de 500 000 francs⁶⁸.

La diffusion d'une information tardive constitue également une atteinte à la bonne information. La société Métrologie International a dû verser une somme de 250 000 francs car elle avait publié au BALO entre le 4 octobre 1991 et le 6 novembre 1991 des informations faisant état d'un « résultat en net redressement » par rapport au premier semestre alors que, le 11 octobre 1991, le conseil d'administration avait été informé d'une perte sur les neuf premiers mois de l'année de 130,1 millions de francs et d'une perte prévisionnelle pour l'exercice 1991 de 164 millions de francs⁶⁹.

La COB a condamné certaines sociétés pour défaut de qualité d'information contenue dans les notes d'information établies lors des offres publiques. Le président de la société Ciments Français a été condamné à verser une amende de 400 000 francs car il avait déclaré dans le prospectus relatif à l'OPE en 1991 et relatif à l'augmentation du

⁶⁸ Décision de la COB du 12 décembre 1995, *Bulletin de la COB*, n° 299, février 1996.

⁶⁹ Décision de la COB du 20 avril 1993, *Bulletin de la COB*, n° 269, mai 1993.

capital de 1992 qu'« à sa connaissance les données de la note étaient conformes à la réalité et ne comportaient pas d'omission de nature à en altérer la portée ». Or, des engagements d'une importance significative avaient été pris par la société. Dans l'« affaire Testut », le dirigeant avait divulgué des informations trompeuses lors d'une émission obligataire. Le prospectus faisait mention de fonds levés d'un montant de 100 millions destinés à l'acquisition de filiales alors que celle-ci devait être réalisée pour un franc⁷⁰.

Ainsi, l'absence du visa de la COB produit les effets juridiques suivants :

- nullité de l'émission ou amendes pécuniaires au titre de son pouvoir de sanction administrative ;
- demande en justice, au titre de l'article 12 de l'ordonnance n° 67-833 (art. L. 621-30 du Code monétaire et financier), de la suspension de l'opération en cause jusqu'à la régularisation de la situation.

2. 1. 2. Les pouvoirs de la COB

Pour exercer ses fonctions de contrôle, la COB possède un pouvoir d'injonction, d'enquête, de substitution et de médiation. Elle peut demander une expertise aux commissaires aux comptes et prendre des mesures conservatoires (mise sous séquestre, interdiction temporaire d'activité) auprès du Président du tribunal de grande instance (H de Vauplane et J. P. Bornet, 1998). Elle reçoit aussi des réclamations, des pétitions et des plaintes pour délit d'initié, pour communication d'informations privilégiées, pour divulgation d'informations fausses et pour manipulation des cours. Elle possède également un pouvoir d'opposition aux décisions du CMF qui prononce l'admission d'une procédure d'offre publique. Le tableau suivant donne une illustration de l'exercice des différents pouvoirs mentionnés.

Tableau I.7 : Le nombre de dossiers analysés et transmis par la COB aux autorités judiciaires

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Enquêtes décidées par année				85	91	86	79	82	75	89
Nombre d'enquêtes en cours à la fin de l'année				72	60	91	61	74	59	63

⁷⁰ Décision de la COB du 12 avril 1993, *Bulletin de la COB*, n° 279, avril 1994.

Nombre de dossiers transmis aux autorités judiciaires	15			33	23	25	24	24	19	17
Nombre de dossiers transmis aux autorités de marché				24	17	18	9	10	13	11
Procédures de sanctions ouvertes*		5	17	15	12	14	29	12	13	36

Source : *Le Rapport Annuel de la COB*

* Nombre de procédures comptabilisées en fonction du nombre de personnes concernées.

C'est seulement à partir de 1993 que la COB communique systématiquement le nombre de dossiers analysés et transmis aux autorités judiciaires.

L'ouverture d'une enquête est décidée par le président de la COB. A son issue, un rapport est produit et examiné par la COB. Elle peut alors décider de procéder au classement du dossier, d'ordonner un supplément d'enquête, de saisir une autorité judiciaire, de transmettre le dossier au tribunal de grande instance ou au CMF et d'ouvrir une procédure de sanction. La transmission au parquet peut s'effectuer sans qu'aucune sanction administrative n'ait été engagée par la COB. Elle possède également un pouvoir de substitution ou de médiation et peut se substituer au dirigeant pour divulguer l'information au public.

La contestation de la décision de recevabilité de l'offre et des autres décisions prises par la COB auront pour conséquences la mise sous séquestre des actions acquises pendant la durée de l'offre (offre publique OCP, Paris 1^{re} ch., 27 avril 1993) et/ou la prolongation de la durée de validité de l'offre. Or, si le temps est un facteur de réussite de l'offre publique, il est aussi le facteur clé de la contestation. Plus le temps sera court, moins il sera facile aux actionnaires minoritaires dissidents d'organiser une action collective. L'un des moyens d'allonger la procédure d'offre publique est alors de faire appel au juge judiciaire.

La procédure de sanction de la COB a été mise en cause lors de « l'affaire Dapta-Mallinjoud » dans l'arrêt de la Cour d'appel de Paris en date du 7 mars 2000. La société Dapta Mallinjoud a décidé le 28 juin 1993 de procéder à l'émission d'un emprunt obligataire d'un montant nominal de 245 000 francs représenté par 1 441 200 obligations convertibles de 270 francs. Cette émission a été approuvée par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires. La note relative à l'information de cette émission a fait l'objet d'une enquête décidée par le président de la COB le 15 avril 1996. Le 4 mars 1997, la Commission ouvrit une procédure à l'encontre de M. Roques, directeur général de la

société et de la société KPMG à l'époque des faits, pour atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs.

L'autre règle édictée par la COB est l'égalité de prix. « Le prix dont il est question ici est le prix payé par celui qui veut prendre le contrôle d'une société, prix payé pour l'achat de titres nécessaires à l'acquisition de ce contrôle. Aujourd'hui, ce prix doit être unique, le même pour tous les actionnaires de la société cible, sans distinction entre les majoritaires et les minoritaires, que l'achat se fasse de gré à gré ou par voie d'offre publique » (P. Didier, 1994). Ainsi, lors d'une cession d'un bloc d'actions conférant le contrôle majoritaire d'une société cotée, l'acquéreur doit proposer aux autres actionnaires de leur racheter leurs actions au prix auquel le bloc a été négocié et ce pendant une période de dix jours de bourse (art. 5-4-2. du règlement général du CMF). Il faut qu'il y ait achat d'un bloc susceptible de faire franchir le seuil de 50 % compte tenu du pourcentage déjà détenu. Ce principe d'égalité du prix s'applique lors des offres publiques et le CMF contrôle le respect de ce principe.

2. 2. Le Conseil des Marchés Financiers

A la différence de la COB, le CMF n'est pas une autorité administrative. La réforme opérée par la loi de « Modernisation des Activités Financières » a fait de la nouvelle institution dénommée auparavant Conseil des Bourses de Valeurs une autorité professionnelle (art. 27 de la Loi du 2 juillet 1996 et décret du 3 octobre 1996, désormais art. L. 622 de Code monétaire et financier). Le CMF est investi de pouvoirs réglementaires., il établit ainsi un règlement général et peut prendre des décisions de portée générale ou individuelle. Il peut être saisi aussi à des fins consultatives sur toute réforme touchant aux marchés financiers. Sa compétence est définie à l'article 32 de la Loi du 2 juillet 1996 (L. 622-7 du Code monétaire et financier) qui fixe les règles de conduite et conditions d'exercice des prestataires de services d'investissement, les règles des chambres de compensation et des fonds de garantie, des propositions de reconnaissance des marchés réglementés, des conditions de mise en œuvre d'une offre publique et d'approbation des règlements des entreprises de marché.

2. 2. 1. Les missions du CMF

Dans le cas des offres publiques, son rôle est d'assurer l'égalité des actionnaires et la transparence des marchés. Il étudie en particulier les modalités techniques de l'offre, du prix et de la parité d'échange. Il intervient également dans l'hypothèse des « batailles boursières », si des offres publiques concurrentes et des surenchères sont déposées. Ceci dans la mesure où le Conseil arbitre les prix et gère le calendrier des offres. Ses missions sont donc les suivantes :

- Il se prononce sur la recevabilité d'une offre (art. 5-1-8 et 5-1-9 du règlement général du CMF) ;
- Il peut proroger la date de clôture de l'offre (art. 5-1-13 du règlement général) ;
- Il se prononce sur le résultat de l'offre publique (art. 5-1-14 du règlement général) ;
- Il apprécie les conditions de surenchères (art. 5-2-6 et 5-2-8 du règlement général).

Il fixe également les règles relatives :

- au franchissement des seuils (obligation de déclaration et de lancer une offre publique (selon l'article 5-5-2 et 5-5-3 du règlement général du CMF) ;
- aux cessions de blocs de contrôle (obligation de déposer un projet de garantie de cours selon l'article 5-4-1 du règlement général du CMF) ;
- aux offres publiques de retrait et au retrait obligatoire (art. 5-6-1 et suivants ; art. 5-7-1 du règlement général du CMF).

Le pouvoir du CMF s'exprime lors de l'examen des conséquences des offres. Si le Conseil a le pouvoir d'estimer qu'une procédure d'offre publique est nécessaire, il n'a pas le pouvoir d'imposer son dépôt. La mise en œuvre d'une telle offre est subordonnée à l'accord des actionnaires de contrôle. Rien dans le règlement n'est prévu en cas de désaccord entre le Conseil et l'actionnaire de contrôle sur l'opportunité de mettre en œuvre une OPR. Cependant, les conflits opposant les actionnaires minoritaires aux actionnaires de contrôle et, soulevant de nombreuses interrogations sur l'étendue des compétences des autorités de marché, ont permis de faire naître une « jurisprudence CMF » et de modifier certains articles du règlement général du CMF donnant lieu à litiges. Ainsi, l'article 5-5-5 du règlement général a été remplacé par l'article 5-6-6, « lequel donne dorénavant au Conseil la faculté d'imposer la mise en œuvre d'une offre publique de retrait là où l'ancien

article 5-5-5 ne lui donnait pas la possibilité d'émettre un avis contraignant » (F. Bucher, 1999, p. 148).

2. 2. 2. Le contrôle du prix et des conditions d'application des offres publiques

Le CMF possède un pouvoir d'appréciation sur le caractère acceptable du prix ou de la parité d'échange fixé par l'initiateur en fonction des critères les plus appropriés. Aucun texte n'impose de recourir pour la fixation du prix de sortie dans le cadre d'une OPR et d'un retrait obligatoire à des critères qualitatifs tels que l'intérêt stratégique et l'environnement spécifique d'une restructuration d'entreprise. La Cour d'appel de Paris a décidé que la méthode d'évaluation multicritères est applicable aux offres publiques réalisées, qu'elles soient réalisées ou non selon la procédure simplifiée. Le contrôle du CMF porte alors sur le choix des critères et de leurs méthodes d'application. S'agit-il pour le CMF de rechercher le « juste prix », ou bien, doit-il se contenter de veiller à ce que les intérêts des minoritaires ne soient pas lésés ?

Le CMF procède au cas par cas. Il apprécie le prix au regard de l'opération projetée (OPA-OPE) ou des intentions de l'initiateur, des risques par les minoritaires de demeurer actionnaire d'une société en difficulté ou de l'avantage qu'ils retirent d'une meilleure liquidité des titres remis en échange (D. Schmidt, 1999, p. 121).

Le législateur lui a aussi donné le pouvoir d'assurer la publicité des conventions entre actionnaires auprès du public. Celui-ci les interprète au fur et à mesure qu'elles sont présentées. Cette pratique démontre qu'il s'arroge le droit de préciser aux actionnaires si leurs conventions sont constitutives ou non d'une action de concert.

Cette notion d'action de concert a été introduite en droit français par la Loi du 2 août 1989 afin de tenir en « échec les prises de contrôle rampantes effectuées par ramassages en bourse » (H. de Vauplane et J. P. Bornet, 1998, p. 635). Elle est définie comme « un accord en vue d'acquérir ou de céder des droits de vote ou en vue d'exercer des droits de vote pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société » (art. 356-1-3 de la Loi du 24 juillet 1966, désormais art. L. L. 233-10 du Code de commerce). Comme le souligne M. Roussille (1999, p. 21), ce domaine est « très proche du champ de compétence de la COB ».

Dans « l'affaire Bouygues », le CMF s'est attribué le pouvoir de reconnaître la fin d'une action de concert entre des actionnaires ayant signé un pacte. Il s'est appuyé sur la distinction entre le pacte, qui fait naître un action de concert, et l'intérêt commun des actionnaires dont le défaut lui a permis de constater la disparition du concert. Or, « le Conseil n'a pas à statuer lorsqu'une action de concert prend fin puisque alors, par hypothèse, cesse la mission qui lui est confiée par la loi » (J. J. Daigre, 1999).

Le CMF n'est qu'une autorité professionnelle qui ne possède pas la compétence des juridictions judiciaires. Il ne peut intervenir sur tous les litiges survenant en droit des marchés financiers. Dans ces conditions, le juge peut-il « s'auto saisir » ? L'inertie du CMF peut-elle notamment conduire à léser les intérêts des actionnaires minoritaires ?

Section 2. LES CONFLITS D'INTERETS ET LES MECANISMES DE CONTROLE REPRESSIFS

Les actionnaires minoritaires ont un droit d'action, plus ou moins efficace, consensuel ou conflictuel. Comme nous l'avons analysé lors de la section précédente, ce droit d'intervention dans la vie sociale n'est possible que si les actionnaires minoritaires détiennent, individuellement ou collectivement, une certaine fraction du capital ou des droits de vote. Celui-ci s'exprime lors de la tenue des assemblées générales.

Ils peuvent mener une « bataille de procuration » afin d'obtenir le contrôle total ou partiel de la société (J. Pound, 1988) ou l'adoption de résolutions d'actionnaires inscrites à l'ordre du jour des assemblées générales. Certaines associations d'actionnaires telles que l'ANAF (Association Nationale des Actionnaires de France) s'opposent lors des assemblées générales à l'adoption de certaines clauses statutaires comme celles des « pilules empoisonnées » qui, selon les études empiriques menées, ont un impact négatif sur la richesse des actionnaires. Cependant, en France, ces « batailles de procuration » sont peu fréquentes et il semble que les moyens d'action de la minorité prennent plus souvent la forme de « batailles judiciaires ». Ce constat est confirmé par D. Schmidt (1970, p. 136) pour qui les actionnaires minoritaires ne peuvent agir qu'en recourant aux tribunaux.

Par conséquent, le modèle français de l'activisme des actionnaires minoritaires, en tant que groupe organisé, est un modèle de contentieux puisque le droit de contrôle des actes sociaux est impossible sans les actions en justice. La minorité exercera alors une fonction de contrôle limitée et temporaire (A. Brunet, 1998). Son intervention apparaîtra

« comme un pouvoir concurrent » de celui de la majorité et sa mission sera « la défense des intérêts de la collectivité » (D. Schmidt, 1970, p. 15). Ce contrôle s'effectuera par la mise en place de mécanismes non spécifiques de nature intentionnelle au moyen de l'exercice de leur droit d'action qualifiée en l'espèce de « contre-pouvoir » (1.) qui présente certaines limites (2.).

1. L'exercice d'un « contre-pouvoir » par la minorité

Selon la Présidente de l'Association des Actionnaires Minoritaires (ADAM), Colette Neuville, il existe plusieurs moyens pour défendre les actionnaires lésés (C. Neuville, 1994, p. 63) :

- amener le juge à préciser certaines règles ;
- demander au juge de tracer la frontière entre la fraude et l'habileté, « notamment dans le domaine de l'ingénierie financière dont les minoritaires sont souvent les victimes (« affaire Pinault-Printemps ») » ;
- exercer des actions réparatrices, ce qui doit aider les actionnaires à se constituer partie civile en incidence aux plaintes déposées notamment par la COB (affaires Tuffier, Sedri et autres).

Les motifs de contestation sont divers et peuvent porter sur le comportement discrétionnaire d'une coalition de contrôle ayant mis en place un ensemble de mesures verrouillant le capital de la société (clauses statutaires limitant les droits de vote des minoritaires), diluant le capital détenu par les minoritaires (opérations de « coup d'accordéon » sans droit préférentiel de souscription), divulguant une information inintelligible, sélective, non sincère, trompeuse et tardive ou opérant un transfert de richesses vers la coalition de contrôle au détriment des minoritaires (mise sous réserve systématique des bénéfices sans distribution de dividendes pendant plusieurs exercices consécutifs) (E. Cohen, 1997). L'exercice d'un « contre-pouvoir » par la minorité se manifeste alors pour contester deux types d'opérations : les opérations d'offres publiques (1. 1.) et les opérations de gestion (1. 2.).

1. 1. le droit de contester les opérations d'offres publiques

L'exercice du droit d'action des actionnaires minoritaires lors des opérations d'offres publiques vise les décisions prises par la coalition de contrôle mais aussi, les décisions prises par les autorités de marché. Au cours des « batailles boursières », les actionnaires minoritaires peuvent demander par courrier à la COB ou au CMF d'exercer leurs pouvoirs d'enquête ou de sanctions, d'obliger les sociétés visées à publier les déclarations de franchissement des seuils, de reconnaître la constitution d'une action de concert ou la réalisation de certaines conditions permettant aux actionnaires minoritaires d'exercer leur droit de sortie. Ces mécanismes de contrôle préventifs peuvent prononcer une décision contraire à la stratégie de retrait ou d'influence des actionnaires minoritaires. Le seul moyen alors mis à leur disposition sera d'exercer un recours auprès du tribunal de commerce.

Afin de comprendre le rôle des autorités de marché ainsi que le rôle du juge et des différentes instances juridiques, il convient de caractériser le droit d'intervention des actionnaires minoritaires contre les décisions de la COB (1. 1. 1.) et contre le CMF (1. 1. 2.).

1. 1. 1. Le droit d'intervention des actionnaires minoritaires contre les décisions de la COB

Les recours des actionnaires minoritaires contre la COB ont pour objectifs de préciser la mission de la COB ou de demander l'annulation de certains visas délivrés par la COB.

1. 1. 1. 1. La demande d'annulation du visa de la COB

Le visa est un acte administratif d'autorisation et non une simple mesure informative. Les actionnaires minoritaires peuvent demander l'annulation de ce visa auprès du juge judiciaire. La Cour d'appel de Paris est compétente pour les décisions non réglementaires relatives à l'attribution ou au retrait du visa ou encore celles concernant les décisions d'injonction ou de sanctions. Les plaignants ont un délai de dix jours pour former leur recours contre les décisions de la COB (art. 7 du décret du 23 mars 1990, désormais art. 11 du décret n° 2000-721 du 1^{er} août 2000). Suite à ces demandes d'annulation des décisions de la COB, les contestataires demandent une indemnisation pour préjudice causé.

La Cour de cassation a décidé que le délai de dix jours ne s'applique pas pour aux demandes d'indemnisation.

Le juge administratif est compétent pour les recours contre les décisions réglementaires de la COB.

Dans certains cas, les actionnaires minoritaires ont contesté les conditions d'octroi de ce visa.

En matière boursière, le contentieux né du retrait de l'agrément de la Compagnie diamantaire d'Anvers constituait jusqu'à présent le cas le plus caractéristique. La durée du conflit a été de dix ans. Les faits nous apprennent que le 2 juillet 1990 le gérant de la SCPI Europe Pierre 1^{er} a soumis au visa de la COB un projet de note d'information relative à une augmentation de capital. Le 22 octobre de la même année, la COB appose son visa daté du 12 octobre 1990 sous réserve de l'insertion d'un avertissement attirant l'attention du public sur le fait que les fondateurs de la SCPI présentent une surface financière « modeste » et ne justifient que d'une expérience « très limitée ». Cette décision a fait l'objet de trois recours auprès de la Cour d'appel de Paris. Un premier a été formulé par le gérant le 18 avril 1991. Le deuxième par le président du conseil de surveillance de la SCPI agissant en qualité d'actionnaire le 27 juin 1991. Enfin, il a été formé un recours le 13 janvier 1994 par l'association de défense d'épargnants victimes de la COB, l'association Adevic.

La multiplication des visas avec réserve fondés sur des éléments subjectifs ne risque-t-elle pas d'accroître le nombre des contentieux ?

1. 1. 1. 2. L'étendue des pouvoirs de la COB

La COB a pour mission de surveiller le respect des principes de transparence et d'intégrité du marché en vue d'assurer l'égalité des investisseurs. Selon G. Charreaux (1997b), elle est un mécanisme de contrôle non spécifique à l'entreprise de nature intentionnelle. Ce caractère résulte de la volonté du législateur et « se traduit, en outre, par l'établissement de règles et de procédures formelles » (G. Charreaux, 1997b p. 426).

La protection des épargnants est-elle garantie efficacement par ce mécanisme ?

Il a été rappelé que la mission de la COB n'est ni de juger de l'opportunité de l'information ni de la qualité de l'information diffusée mais d'avertir le public des dangers de l'opération (une jurisprudence bien établie reconnaît la validité de la formulation : « avertissements »). Elle n'a donc pas à s'arroger des pouvoirs qu'elle ne

possède pas. Comme le souligne la Cour de cassation, dans un arrêt en date du 9 juillet 1996, la COB peut être tenue pour responsable (« affaire Bückel contre la Société Fermière du Casino Municipal de Cannes » ; cf. encadré 1).

Encadré 1 :

***Les recours des actionnaires minoritaires contre le visa de la COB
Mr Bückel contre la Société Fermière du Casino Municipal de Cannes***

Un actionnaire minoritaire de la société Fermière du Casino Municipal de Cannes, Monsieur Bückel, a demandé l'annulation du visa de la COB au motif que cette dernière ne s'est pas assurée de l'information donnée aux investisseurs. Cette demande d'annulation a été rejetée par la Cour d'appel de Paris. Cette décision a permis de délimiter clairement la mission de la COB en matière de délivrance de visa. En effet, cette décision mentionne que « le visa de la COB n'implique ni approbation de l'opportunité, ni appréciation des modalités de l'opération soumise à son contrôle, et ne vaut pas davantage authentification des éléments comptables et financiers contenus dans la note d'opération »⁷¹ (Cour d'appel de Paris, 7 juillet 1995). Le contrôle de la COB vise seulement à vérifier la pertinence et la cohérence de l'information diffusée aux investisseurs. Elle ne juge pas de la qualité ni de l'opportunité de l'opération. La Cour de cassation a jugé que le rôle de la COB est de « vérifier l'objectivité des informations données sur le placement sans lui permettre d'en juger la qualité ou l'opportunité et encore moins d'exercer un pouvoir d'autorisation » (Cour de cassation, chambre commerciale, le 9 juillet 1996).

La COB a sensiblement limité le nombre des offres publiques potentiellement réalisables, et ce surtout depuis la réforme de 1992.

L'incitation d'un initiateur d'une offre publique sera fonction de l'expropriation des droits de propriété des actionnaires. Il acceptera de verser une surprime au moment de l'offre publique s'il peut la récupérer ultérieurement au travers du processus de dilution des droits de propriété des actionnaires devenus minoritaires. Or, « la COB qui protège les actionnaires minoritaires essentiellement en influençant sur la fixation du prix d'offre et en obligeant l'initiateur à acquérir plus de titres que nécessaire, limite de façon importante le processus d'exclusion des droits de propriétés » (D. Santoni, 1996, p. 45). Ainsi, en protégeant les intérêts catégoriels des actionnaires minoritaires, la COB peut aller à « l'encontre de l'allocation optimale des richesses » (D. Santoni, 1996, p. 41).

La COB dispose « d'une prédominance de fait due à son ancienneté et à son caractère d'autorité administrative indépendante, elle n'a pas de véritable pouvoir à l'égard (ou à l'encontre ?) du CMF » (M. Chardonner et H. de Vauplane, 1998). Elle donne

⁷¹ In H. de Vauplane, 1998, *Banque et Droit*, juillet-août, n° 60, p. 33.

seulement son avis sur le règlement général du CMF. Ce partage des pouvoirs entre ces deux autorités administratives ne peut-il pas être source de difficultés ?

Si la COB est compétente pour vérifier la pertinence et la cohérence des informations diffusées aux investisseurs, le CMF est compétent pour organiser les procédures d'offre publique et leur mise en œuvre. Toutefois, le partage des rôles entre ces deux institutions n'est pas aussi clairement distingué. Dans « l'affaire Géniteau contre les sociétés Elyo et Suez Lyonnaise », l'arrêt de la Cour d'appel de Paris en date du 3 juillet 1998 stipule que le rôle de la COB n'est pas seulement de vérifier la pertinence et la cohérence de l'information diffusée aux investisseurs mais aussi les conditions d'une opération. Cette intrusion dans le champ de compétence du CMF est susceptible de créer une confusion dans l'esprit des actionnaires minoritaires.

Le droit d'action reconnu aux actionnaires minoritaires met en évidence le besoin de voir préciser par les juridictions judiciaires les missions propres à chaque autorité administrative. C'est pourquoi, il convient de clarifier le droit d'intervention des actionnaires minoritaires contre les décisions du CMF.

1. 1. 2. Le droit d'intervention des actionnaires minoritaires contre les décisions du Conseil des Marchés Financiers

Le CMF ne dispose d'aucun pouvoir d'enquête. Il n'est pas tenu d'entendre en séance toute personne intéressée à l'opération qui lui en fait la demande. Il ne peut statuer sur la demande qu'après approbation du projet d'opération de fusion ou d'apport partiel d'actifs par l'assemblée générale des actionnaires.

1. 1. 2. 1. Les demandes d'annulation des décisions du CMF

Les recours contre les décisions du CMF sont de la compétence du juge administratif en matière réglementaire et du juge judiciaire lorsque la décision contestée porte sur les modalités de mise en œuvre d'une offre publique.

Devant la juridiction judiciaire, le délai de recours est de dix jours (art. 3 du décret n°96-869 du 3 octobre 1996). La jurisprudence reconnaît aux actionnaires minoritaires le droit d'exercer ce recours à condition de justifier de leur qualité d'actionnaire à la date de la décision qu'ils contestent (M. Germain et M. A. Frison Roche, 1994, p. 86). Un

actionnaire qui a acheté une seule action dans une perspective contentieuse n'est pas privé de son droit d'agir. Le recours des actionnaires minoritaires est un recours en annulation des décisions prises par le CMF. La juridiction judiciaire se prononce uniquement sur le bien-fondé de la décision prise par le CMF sans pouvoir évoquer l'ensemble des questions suscitées par l'offre publique. Bien que le CMF soit un organisme professionnel, sa responsabilité est celle des organismes administratifs (A. Viandier, 1993, p. 33). Les recours contre les actes des autorités boursières ont permis au juge de préciser certaines règles et notamment les missions de ces autorités. Il résulte ainsi de la jurisprudence que le contrôle exercé par le CMF ne consiste pas à proposer un juste prix ni un prix maximum mais à regarder si ce prix est acceptable par tous les actionnaires. Bien qu'il s'agisse d'un prix « indemnitare », la solution retenue en matière de retrait obligatoire n'est pas différente.

1. 1. 2. 2. L'étendue des pouvoirs du CMF

Au cours de « l'affaire Société Fermière du Casino Municipal de Cannes » (désormais SFCMC), les modalités de surveillance du CMF ont été remises en cause. En effet, il lui a été reproché de ne pas avoir tenu une réunion formelle pour délibérer sur l'octroi d'une dérogation conclue entre la société Anjou Services (ex CIP) et le groupe Partouche portant sur le prix de cession d'un bloc structurant représentant 30,30 % du capital de la société SFCMC et de ne pas avoir motivé sa décision (Cour d'appel de Paris, le 28 mai 1997). Pour D. Schmidt, avocat de l'un des actionnaires, « à partir du moment où la cour estime qu'elle doit exercer son contrôle d'opportunité, le CMF sera contraint à l'avenir à motiver ses décisions » (*La Tribune-Desfossés*, 29 mai 1997). « Cette décision est très importante car elle démontre que la cour d'appel a l'intention de contrôler le CMF sur les transactions de blocs structurants. Dorénavant, l'organe de tutelle française devra forcément motiver une telle opération », estime Thierry Gontard, avocat de l'un des actionnaires minoritaires (*Les Echos*, 29 mai 1997).

La mise en œuvre d'une procédure judiciaire remettant en question les décisions des autorités de marché pose une difficulté au juge qui ne peut se substituer à l'autorité de marché pour procéder à l'examen scientifique ou technique de la mesure à prendre. « La cour n'a ni les moyens, ni la fonction de déterminer la mise en œuvre des dispositions qu'elle prend en réformant la décision d'une autorité de marché » (A. Viandier, 1993). En

effet, s'il est incontestablement reconnu que le juge a le pouvoir d'annuler ou de réformer une décision administrative concernant la recevabilité d'une opération de prise de contrôle, il ne peut fixer les modalités pratiques et concrètes d'exécution de ces opérations.

1. 2. Le droit de contester la gestion sociale

Avant toute décision définitive, le juge favorisera la négociation entre les différents antagonistes. Il peut en effet ordonner des mesures conservatoires telles que la mise sous séquestre des actions, le report de l'assemblée générale extraordinaire (AGE) et la nomination d'un administrateur provisoire avec limitation des pouvoirs du président de la société visée. Dans le domaine des offres publiques, tous les recours contre les décisions du CMF et de la COB relèvent de la compétence exclusive d'une chambre spécialisée de la Cour d'appel de Paris. T. Schoen (1998) souligne que « le recours contre une décision de recevabilité d'une offre publique, voire contre une décision du CMF » n'est pas rare. Les recours contre les décisions de la COB sont moins fréquents.

Examinons les conditions d'une action judiciaire (1. 2. 1.) par une minorité activiste et ses résultats (1. 2. 2.).

1. 2. 1. Les conditions de l'action judiciaire

L'actionnaire peut invoquer deux types de préjudice. Lorsqu'il demande la réparation du préjudice causé à la société, on parle d'action sociale ou d'action *ut singuli*. Lorsqu'un actionnaire demande la réparation d'un préjudice qu'il a subi personnellement, on parle d'action individuelle.

1. 2. 1. 1. Les actions sociales

L'action sociale doit normalement être exercée par les dirigeants tenus responsables de l'apparition des conflits d'intérêts. L'action est alors *ut universi*, mais les intéressés sont peu enclins à effectuer une telle démarche dans la mesure où ils sont à l'origine des décisions contestées.

Dès lors, il est reconnu aux actionnaires la possibilité de se substituer aux organes sociaux défaillants en exerçant une action sociale dénommée *ut singuli*. Cette action prévue à l'article 1843-5 du Code civil permet à un actionnaire d'agir au nom et pour le compte des autres actionnaires. Elle n'est possible que si l'actionnaire dissident représente, individuellement ou collectivement, une certaine fraction du capital. Ce groupe d'actionnaires doit détenir au moins 5 % du capital social. Ce seuil est dégressif et varie de 5 % à 0,5 % en fonction du montant du capital social⁷².

L'association d'investisseurs, constituée régulièrement en vue de la défense des investisseurs en valeurs mobilières, qui exerce en justice une action relative à l'intérêt social peut se constituer partie civile devant le juge d'instruction ou la juridiction du jugement du siège social ou du lieu d'habitation de la personne mise en cause ou, à défaut, du lieu de la première infraction (art. 15 Loi n° 88-94 du 5 janvier 1988 modifié par la Loi n° 94-679 du 8 août 1994, art. 30).

La conséquence de cette action explique la rareté de son utilisation. En effet, il est important de noter que la conséquence de la réussite de cette action est le versement de dommages et intérêts, non pas à l'actionnaire ou au groupe d'actionnaires ayant agi, mais à la société elle-même. Non seulement, l'actionnaire supporte le poids de la procédure, mais en plus, il n'en retire aucun bénéfice direct.

1. 2. 1. 2. Les actions individuelles

Les actions individuelles ont lieu lorsque la décision irrégulière n'affecte pas le patrimoine social de l'entreprise, mais lorsque le préjudice est souffert personnellement par un actionnaire. L'action individuelle est intentée par l'actionnaire qui agit seul et pour son

⁷² Néanmoins malgré cette dégressivité pour les sociétés importantes, il est indispensable d'atteindre un nombre considérable d'actions pour pouvoir agir en se groupant : 323 769 pour la Société Générale, 259 608 pour le CCF, 234 030 pour Saint-Gobain...

compte ; si dommages et intérêts il y a, il en sera l'unique bénéficiaire. Cette action n'est prévue par aucun texte spécial et est issue de la jurisprudence de la Cour de cassation qui reste cependant réticente à son utilisation.

A titre d'illustration, D. Schmidt (1999, p. 223) indique que la mise en réserve abusive des bénéfices ne nuit pas à la société, mais qu'elle prive les minoritaires d'une distribution des dividendes, ces derniers pourront alors demander en justice le versement d'une indemnisation calculée en fonction du préjudice subi. La Cour de cassation admettra alors le recours à l'action individuelle dans les cas de thésaurisation ou de détournement par un dirigeant des dividendes revenant à un associé. En revanche, l'actionnaire qui invoque une dépréciation de la valeur de ses titres due à une mauvaise gestion des dirigeants ne caractérise pas un préjudice individuel distinct du préjudice social ; la demande devant prendre la voie de l'action sociale.

1. 2. 2. Les résultats de l'action judiciaire

L'exercice du droit d'action par la coalition dissidente va entraîner l'ouverture de mécanismes de substitution et de mécanismes répressifs.

1. 2. 2. 1. Les mécanismes de substitution

Avant toute décision définitive, le juge favorisera la négociation entre les différentes parties prenantes à la contestation. Il peut en effet ordonner des mesures conservatoires comme la mise sous séquestre des actions, le report de l'assemblée générale extraordinaire, la nomination d'un administrateur provisoire avec limitation des pouvoirs du président de la société visée.

a. La nomination d'un mandataire de justice

Lorsqu'une société traverse une crise grave, « les tribunaux se reconnaissent compétence pour nommer un administrateur, chargé de gérer les affaires sociales jusqu'à ce qu'une solution ait pu être trouvée » (Y. Guyon, 1994, p. 465). Le Juge des référés

ordonne cette nomination si deux conditions sont remplies : une mésentente caractérisée entre majoritaires et minoritaires et un risque de paralysie de la société.

Le juge peut nommer :

- un mandataire qui ne remplace pas le dirigeant mais l'assiste dans la gestion ;
- un mandataire « *ad hoc* » chargé d'une mission déterminée (art. 158 de la Loi du 24 juillet 1966, désormais art. L. 225-103 du nouveau Code de commerce) ou d'une formalité de publicité omise ou irrégulièrement accomplie (art. 366 de la Loi du 24 juillet 1966, désormais art. 235-7 du nouveau Code de commerce) ;
- un contrôleur de gestion.

Les actionnaires minoritaires doivent alors détenir au moins le vingtième du capital social depuis la Loi NRE (ce seuil était du dixième jusqu'alors) pour demander en justice cette nomination. La demande peut également être faite par une association d'investisseurs ne détenant pas les 5 % obligatoires d'après le droit commun des sociétés.

b. La demande d'expertise de gestion

Cette possibilité a été introduite dans notre droit en 1966 dans le but exclusif de protéger les actionnaires minoritaires, d'où la première qualification d'expertise de minorité. L'évolution législative représentée dernièrement par la Loi NRE en date du 15 mai 2001 ne permet plus de conserver cette dénomination en ce que la demande d'expertise de gestion n'est plus un droit exclusif accordé à la coalition minoritaire. En effet, dès la Loi du 1^{er} mars 1984, le législateur reconnaissait à la COB, aux comités d'entreprise et au Ministère public la possibilité de demander une expertise de gestion. La Loi du 8 Août 1994 a autorisé les associations d'actionnaires habilitées à exercer ce même droit d'action.

Les actionnaires minoritaires non correctement informés sur les différentes opérations de gestion ont la possibilité de demander une expertise de gestion (art. 226 de la Loi de 1966, désormais art. L. 225-231 du Code de commerce). Cette mesure d'information qualifiée par Y. Guyon de « prix de l'excellence, décerné aux minoritaires actifs et diligents » doit rester exceptionnelle.

Seuls les actionnaires représentant au moins un vingtième du capital social peuvent, individuellement ou en se regroupant sous quelque forme que ce soit, demander en justice la désignation d'un ou plusieurs experts chargés de présenter un rapport sur une ou plusieurs opérations de gestion. Toutefois, elle doit porter sur une ou plusieurs opérations de gestion déterminées sans pouvoir s'étendre à l'ensemble de la gestion et à l'examen général de la régularité des comptes sociaux. Le caractère ponctuel de cette demande est confirmé par une jurisprudence constante de la Cour de cassation. A la différence des autres modes d'information prévus par le législateur, l'expertise de gestion n'est pas un moyen d'information régulièrement exploitable⁷³. La réaffirmation de ce critère ponctuel a pour objectif d'éviter les recours systématiques des actionnaires minoritaires.

Ainsi, la mission de l'expert n'est pas d'examiner les prétendues irrégularités comptables. En effet, si un ou plusieurs actionnaires se plaignent d'irrégularités comptables, ils n'ont que la possibilité de demander des explications aux dirigeants sociaux ou aux commissaires aux comptes par les voies de droit habituelles.

Y. Guyon (1994, P. 463) souligne que « les résultats produits par l'expertise sont décevants ». Il aurait fallu que l'expertise constitue le préalable d'une mesure de suspension du dirigeant, d'une annulation des actes fautifs ou abusifs, ou d'un rachat forcé des actions des minoritaires. Par ailleurs, le critère de représentativité du vingtième du capital social ne s'applique pas à l'actionnaire d'un holding qui souhaite solliciter une expertise de gestion sur les opérations d'une filiale, selon une décision de la Cour d'appel de Paris opposant la société de Compagnie de Navigation Mixte contre la société Allianz Via Holding (1^{er} décembre 1992).

Le seul intérêt de l'expertise de gestion est qu'elle permet d'apporter la preuve d'une action en responsabilité ou en annulation. Une autre possibilité est offerte aux actionnaires minoritaires afin d'obtenir des dirigeants une information financière supplémentaire ; il s'agit de l'expertise préventive de l'article 145 du Nouveau Code de Procédure Civile.

Toutefois, dans les faits, l'expertise de gestion reste le procédé de protection le plus souvent utilisé par les minoritaires.

⁷³ Cass. com. 16 Juillet 1991 ; SARL Cial c/ SA Thermale de Jonzac ; SARL Cial c/ SA Thermale de Pechelbronn ; SARL Cial c/ SA Thermale de Bains Les Bains.

c. La dissolution de la société

La dissolution de la société représente pour des actionnaires minoritaires des sociétés non cotées l'unique possibilité de sortir de la société. Cette dissolution ne peut être décidée que s'il existe une mésentente grave entre les actionnaires et si le fonctionnement de la société est paralysé.

Si cette action échoue, le rachat des actions du demandeur pourra alors être exigé par le juge. Le législateur tend à favoriser cette solution intermédiaire entre la nomination d'un mandataire de justice et la dissolution de la société.

La reconnaissance d'un droit de retrait efface en pratique l'intérêt du demandeur d'agir en dissolution, mais il n'est possible que pour certaines formes sociales de société.

d. Le droit de retrait

Le droit de retrait est à distinguer du droit de retrait accordé dans le cadre d'une OPR suivie d'un retrait obligatoire. Il a pour objectif de contraindre les actionnaires majoritaires à acquérir les actions de la minorité (D. Schmidt, 1999, p. 234). Cette demande de sortie résulte d'une action judiciaire pour violation de l'intérêt commun des actionnaires. La sanction apparaît plus efficace que l'annulation des délibérations abusives et n'incite pas à demander la dissolution de la société ou à saisir le juge pénal.

L'abus de majorité peut constituer un juste motif de retrait, mais il est difficile en pratique d'apporter la preuve de cet abus.

Dans les faits, on constate que les actionnaires minoritaires mènent une action collective afin de sortir de la société visée avec un prix réévalué. Ils peuvent choisir de profiter d'une offre publique pour céder leurs actions (hypothèse : le marché financier est un mécanisme de gouvernement efficace), le cas échéant, ils demandent qu'une procédure de retrait soit entamée (hypothèse d'enracinement : possibilités de sortie limitées). Cette dernière stratégie de retrait est prévue par la Loi dans des cas spécifiques :

- le titre a perdu de sa liquidité et les actionnaires majoritaires détiennent plus de 95 % du capital de la société ; une procédure de retrait obligatoire sera alors décidée ;

- la société décide de racheter une partie de ses actions par le biais d'une offre publique de rachat d'actions ;
- les actionnaires minoritaires mènent une action en justice pour prouver qu'il y a eu violation de l'intérêt commun et contraignent ainsi la société à racheter leurs actions ;
- les actionnaires mènent une action en justice pour demander la dissolution de la société et obtenir ainsi le boni de liquidation.

1. 2. 2. Les mécanismes répressifs

a. L'action en annulation des décisions prises

Le rôle du juge sera d'annuler les actes sociaux abusifs. Il ne peut en aucun cas se substituer aux organes sociaux défaillants. Sa fonction est de veiller au respect de l'intérêt commun des actionnaires. Cette action répare seulement les actions passées en les annulant, mais en aucun cas elle ne prévoit le futur. Le juge peut seulement ordonner la réunion d'une nouvelle assemblée générale afin de statuer par exemple sur une nouvelle répartition des bénéfices, tout en respectant les intérêts des actionnaires minoritaires. Cette solution judiciaire est une première étape.

Les actionnaires minoritaires peuvent également mener une action en responsabilité dont la finalité est le versement de dommages et intérêts.

b. L'action en responsabilité contre les dirigeants et les administrateurs

Les actionnaires minoritaires sont peu nombreux à se porter partie civile. Ceci est lié aux procédures judiciaires interminables, aux frais de procès élevés et aux réparations civiles incertaines voire insuffisantes. Jusqu'à maintenant, le gain final en justice reste très aléatoire tant le lien entre le délit commis par le mandataire social et le préjudice personnel de l'actionnaire est difficile à obtenir. Même si la réparation civile d'un préjudice commis reste l'exception, la jurisprudence tend à rendre l'indemnisation des actionnaires moins aléatoire.

Un jugement rendu récemment dans l'« affaire Sedri » pourrait réveiller les espoirs des petits porteurs. L'arrêt de la Cour d'appel de Paris en date du 8 octobre 1999 confirme

qu'il est « possible pour des actionnaires de gagner les recours qu'ils intentent à l'encontre des dirigeants qu'ils ont désigné pour les fautes sociales que ceux-ci ont commises »⁷⁴. Cependant, les gains obtenus sont insuffisants en comparaison du préjudice subi (encadré 2).

Encadré 2 :
Les condamnations civiles et pénales obtenues par l'AEDE dans le procès Sedri
Arrêt de la Cour d'appel de Paris en date du 8 Octobre 1999

Sur le plan civil : condamnation à 30 millions de francs en réparation du préjudice subi par les 500 victimes mais, la Cour d'appel de Paris n'a pas estimé nécessaire d'allouer des intérêts de retard. Or, le seul effet de l'inflation les pénalise de 20 % en francs constants et de 90 à 150 % sur la base des intérêts calculés au taux légal et des indices boursiers.

Sur le plan pénal : la condamnation de deux administrateurs et du commissaire aux comptes à des peines de prison (18 et 6 mois) et à des amendes « légères » (1 et 0,2 millions de francs).

Source : Communiqué de l'Association Européenne des Epargnants

Le législateur a souhaité en 1966 limiter autant que possible le recours aux nullités dans la mesure où celles-ci compromettent la sécurité juridique nécessaire au bon déroulement du commerce. Il a donc assorti d'une sanction pénale la plupart des obligations qu'il édictait. Neuf articles sont ainsi consacrés aux infractions concernant les SARL, trente-sept à celles concernant les sociétés anonymes, quatre aux infractions concernant la SAS, dix-sept aux infractions relatives aux valeurs mobilières émises par les sociétés par actions et neuf aux infractions communes aux autres formes de sociétés commerciales.

La voie répressive est largement utilisée comme un levier au soutien des différends qui relèvent normalement des juridictions civiles ou commerciales. Les actionnaires y trouvent une voie d'accès confortable puisque la preuve est établie sans frais par le juge.

En dix ans, de 1984 à 1993, le nombre des condamnations prononcées sur le fondement de la Loi de 1966 a été multiplié par six pour atteindre 684 en 1993.

Une analyse attentive montre que l'infraction centrale est l'abus de biens ou du crédit de la société par un dirigeant à des fins personnelles (501 condamnations en 1993 dont plus des deux tiers frappant des gérants de SARL). Viennent ensuite les infractions concernant les SARL (défaut de convocation à l'assemblée annuelle, omission ou fausse

⁷⁴ In le Communiqué de l'Aede, réflexions sur le procès Sedri.

déclaration sur la répartition des parts sociales, défaut d'établissement de l'inventaire, des comptes et du rapport de gestion...) et, dans une moindre proportion, celles concernant les sociétés anonymes (présentation de comptes sociaux inexacts...) (P. Marini, 1996).

Le recours à la responsabilité pénale est souvent utilisé comme une menace ou comme un élément de négociation en cas de rachat de la société.

Sur le plan des actions en responsabilité, la Loi du 28 juin 1989 établit au profit des associations d'investisseurs agréées une faculté d'action en réparation des préjudices subis collectivement par les investisseurs. « Ce mécanisme inspiré des *class actions* du droit américain, suscite de nombreuses interrogations puisque, la réparation n'étant pas demandée par la victime du préjudice, on voit mal comment le tribunal fixera les dommages-intérêts » (Y. Guyon, 1995, p. 212).

La Loi de « Modernisation des Activités Financières » du 2 juillet 1996 a reconnu la responsabilité pénale des personnes morales en matière de délits boursiers.

L'une des principales critiques adressées au système français de répression des infractions boursières réside dans le risque de cumul des sanctions pénales et administratives.

2. Les limites du droit d'action des actionnaires minoritaires : les abus de minorité

Comme le souligne A. Couret (1996, p. 113), le droit de critique attribué à la minorité ne doit pas se transformer en « droit de nuire ». Le juge a donc dû fixer, au fur et à mesure des affaires, l'étendue du pouvoir des actionnaires minoritaires. La jurisprudence sur cette question est en voie de stabilisation. Les années 1993 à 1995 furent marquées par un foisonnement de décisions des cours d'appel concernant les manœuvres abusives des minoritaires (2. 1.) définissant ainsi les critères de l'abus de minorité (2. 2.).

L'un des principaux problèmes a été de prononcer le rôle que devait jouer le juge dans ce type de conflit. Doit-on opter pour l'immixtion du juge dans la vie des sociétés ou, au contraire, pour la non intervention de ce dernier ?

2. 1. Les manœuvres abusives des minoritaires

Notre droit des sociétés est fondé sur la loi de la majorité pour la prise de décisions sociales. Certaines décisions importantes impliquant une modification des statuts doivent être prises avec la majorité des deux tiers dans les sociétés anonymes.

Les minoritaires détenant au moins 34 % des droits de vote ont donc la possibilité de bloquer les décisions souhaitées par les majoritaires.

Mais l'abus peut être également le fait d'une minorité informelle et inorganisée qui se détermine par rapport à une proportion du capital détenu.

2. 1. 1. Les abus de la minorité de blocage

Dans une très large proportion les abus de minorité ont lieu lors des opérations d'augmentation du capital et de fusion. En effet, elles exposent la minorité à la dilution de son capital et donc à la perte de sa minorité de blocage. Cette conséquence s'avère particulièrement grave dans les filiales communes ou dans les petites sociétés.

Cependant, la paralysie du fonctionnement de la société justifie la réalisation de ces opérations de restructuration et la rupture du principe d'égalité entre actionnaires. Cette rupture est donc admise en droit car, en provoquant le blocage et la dissolution de la société, l'actionnaire minoritaire court un risque de perte financière de ses titres.

« Il s'agira alors de prouver une atteinte de l'intérêt social sans rupture d'égalité »
(M. Boizard, 1988).

L'arrêt de principe Flandin de la chambre commerciale de la Cour de cassation en date du 9 mars 1993 fixe les éléments caractérisant l'abus de minorité. Le litige oppose M. Joseph Flandin, associé minoritaire (51 parts sur 204) de la SARL Alarme Service Electronique, au gérant associé (54 parts) de celle-ci. L'associé minoritaire s'opposait de manière systématique à une augmentation de capital. La Cour de cassation a estimé qu'il convenait de désigner un administrateur chargé de voter au nom des minoritaires défaillants, car ils s'opposaient à une opération jugée « nécessaire à la poursuite de l'activité économique ».

La reconnaissance de cet abus peut être écartée en raison de l'attitude des dirigeants. Ainsi, M. Couvaud, détenteur de 40 % des actions de la société Arti Moul, s'est opposé lors de l'assemblée générale extraordinaire en date du 14 octobre 1994 à une

augmentation du capital de la société rendue nécessaire par le montant des capitaux propres devenus inférieurs à la moitié du capital social. Il a été jugé par la Cour de cassation le 27 mai 1997 qu'il n'y avait pas abus de minorité car les informations transmises à l'actionnaire étaient insuffisantes. M. Couvaut s'était en effet plaint de ne pas avoir reçu certains documents comme le budget prévisionnel de la société et les mesures de restructurations envisagées.

2. 1. 2. Les abus du droit d'agir en justice

Certaines stratégies d'actions juridiques entreprises par des actionnaires minoritaires se caractérisent par la demande d'une réunion de l'assemblée générale ou par la demande d'une expertise de gestion. En effet, certains actionnaires, peu satisfaits de la rentabilité de leurs participations, peuvent menacer la société d'une expertise de gestion et perturber de ce fait le fonctionnement de la société. L'arrivée d'un expert dans l'entreprise, l'ouverture des dossiers qui l'accompagne et les auditions créent une tension dans l'entreprise et détériore son image et celle de la direction provoquant une désorganisation générale et une perte de temps. M. Boizard (1988) et A. Couret (1996, p. 4) qualifient ces manœuvres de stratégies de « harcèlement ».

Dans l'affaire opposant la Compagnie de Navigation Mixte contre la société Allianz, la Cour d'appel de Paris a rappelé le 1^{er} décembre 1992 les conditions d'application de l'article 226 de la loi du 24 juillet 1966 (désormais art. 225-231 du Code de commerce) portant sur l'expertise de gestion. Elle a jugé que les actionnaires minoritaires, en souhaitant étendre la mission de l'expert aux filiales du groupe, avaient créé « un climat de suspicion sur une négociation entre partenaires, professionnels et avertis » et avaient « agi avec légèreté » faisant subir à Allianz une paralysie.

Cependant, la Cour de cassation a considéré que la faute de la Compagnie de Navigation Mixte n'était pas suffisamment caractérisée. La condamnation à des dommages et intérêts suppose en effet que soient démontrés, outre la faute, un préjudice et un lien de causalité.

Quels sont les critères qui peuvent être dégagés de cette jurisprudence ?

2. 2. Les critères juridiques constitutifs de l'abus de minorité

La notion d'abus de minorité ne fait l'objet d'aucun article dans le droit de sociétés. C'est la jurisprudence qui a construit et façonné ce concept.

De manière générale, ces abus sont sanctionnés par l'attribution de dommages et intérêts. Au cours des vingt dernières années, seule une dizaine d'arrêts a statué en matière d'abus de minorité, contrairement aux abus de majorité qui ont donné lieu à une jurisprudence plus étoffée. Les principes énoncés par la Cour de cassation exigent pour qualifier l'abus de minorité la réunion de deux critères. L'action de la minorité doit être contraire à l'intérêt social et être issue de considérations purement égoïstes.

Peut-on considérer que ces critères fixent aussi les limites de l'intervention du juge ?

En effet, dans certaines affaires, le juge s'est substitué aux mécanismes internes de contrôle des sociétés visées par des actionnaires minoritaires, il pouvait alors priver les actionnaires minoritaires de leurs droits de vote en prononçant la validité des délibérations contestées. Depuis l'arrêt Flandin en date du 9 mars 1993, le juge ne peut se substituer aux organes sociaux légalement compétents, il lui est donc impossible de prendre une décision valant vote. Il peut seulement désigner un mandataire *ad hoc* chargé de représenter les actionnaires minoritaires défaillants à une nouvelle assemblée et de voter à leur place et en leur nom.

Conclusion

Le processus d'activisme des actionnaires minoritaires se traduit généralement par le recours systématique à une procédure judiciaire en tant « qu'outil de gestion de la communication » (A. Couret et G. A. de Sentenac 1990, p. 103). Comme nous venons de le développer l'existence de « vides juridiques » et de l'exercice d'un droit d'action déterminent la capacité d'activisme d'une coalition minoritaire.

Le droit d'action est un droit accordé aux actionnaires minoritaires leur permettant de critiquer les décisions sociales et les cessions de blocs d'actions. Il peut avoir pour finalités d'annuler les décisions adoptées, de faire reconnaître la responsabilité civile et pénale des membres de la coalition de contrôle, d'obtenir une expertise de gestion ou la nomination d'un mandataire de justice en tant que conciliateur et médiateur et, enfin, d'exercer le droit de retrait de la société visée.

L'exercice de ce droit, favorisé par l'existence de « vides juridiques », a permis aux actionnaires minoritaires de mener des activités de *lobbying* dans le but d'améliorer leur protection juridique. Ces activités sont à l'origine de retournements de situation en faveur des actionnaires minoritaires. On peut relever à titre d'illustration les exemples suivants : la suppression des OPA partielles (affaires : Pinault-Printemps ; Galeries Lafayette ; Compagnie Internationale des Wagons Lits), la détermination des modalités d'exercice des droits préférentiels de souscription (« affaire L'Amy »), la définition du champ d'application de l'article 5-6-6 du règlement général du CMF relatif au OPR suivie d'un retrait obligatoire (« l'affaire Adam contre Société Générale-Havas ») ou des critères d'évaluation de ces opérations (affaires : Sogenal ; Avenir Havas Media), la précision de l'étendue des compétences des autorités boursières sur les conditions des opérations publiques (affaires : A. Géniteau contre la société Elyo ; Mr Bückel contre la société Fermière du Casino Municipal de Cannes).

Toutefois, l'action des actionnaires minoritaires dissidents est limitée par plusieurs critères et notamment celui relatif à l'intérêt social. Il a été défini dans un premier temps comme l'intérêt des actionnaires. En conséquence, les éléments constitutifs d'actes frauduleux des dirigeants, l'abus de biens ou du crédit de la société, étaient déterminés par la recherche de fins personnelles causant une diminution de la valeur actionnariale.

Cette argumentation a été rejetée afin de distinguer l'intérêt commun des actionnaires à celui de l'intérêt social⁷⁵. Aussi, le droit français reconnaît à ce jour aux dirigeants la possibilité d'augmenter leur latitude *managériale* en expropriant les actionnaires minoritaires. C'est notamment le cas lorsque les dirigeants exercent leur droit de retrait et ferment le capital de leur société au public.

⁷⁵ Cependant, une difficulté apparaît lorsqu'il s'agit de distinguer l'intérêt social de la société contrôlante et de la société contrôlée ou encore de celui du groupe. Désormais, la Loi NRE (article 114) reconnaît qu'il est de l'intérêt du groupe d'accorder une expertise de gestion aux opérations des filiales. Ainsi, cette expertise est appréciée par rapport à l'ensemble du groupe. Cependant, une nouvelle difficulté d'appréciation apparaît. En effet, une opération (abandon de créances, taux d'intérêt préférentiel, prix de vente de fournitures différentes du prix du marché) peut être critiquable prise isolément et ne plus l'être dès lors qu'elles sont mises en perspectives avec les autres relations du groupe.

Conclusion de la partie 1

Afin de spécifier les caractéristiques du modèle français d'activisme, nous avons cherché tout d'abord à présenter les modèles *anglo-saxons* d'activisme actionnarial, pour ensuite, l'étudier plus spécialement dans son environnement institutionnel.

Il ressort de cette première partie qu'une analyse processuelle de l'activisme des actionnaires minoritaires en France est une étape nécessaire à la construction d'un modèle explicatif. Contrairement au modèle américain, il se caractérise par un ensemble de processus stratégiques de décisions publiques (le *lobbying*), de négociations, de « batailles de procuration » et de « batailles judiciaires ». Ces processus se traduisent par des activités d'influence organisées en réseaux de manière séquentielle ou parallèle (*cf.* figure 4).

L'activisme français présente la particularité de mettre en œuvre un ensemble de mécanismes non spécifiques de nature intentionnelle (*cf.* tableau I.8) tels que les associations d'actionnaires et d'investisseurs qui présentent l'avantage de remédier au problème du « passager clandestin ».

La dissidence des actionnaires minoritaires peut également être à l'origine de mécanismes non spécifiques de nature spontanée comme l'environnement médiatique. En effet, les médias jouent un rôle important dans les conflits opposant les actionnaires minoritaires dissidents à la coalition de contrôle tant par les informations qu'ils diffusent, que « par les jugements de valeur émanant des journalistes dont l'influence peut être importante » (G. Charreaux, 1997, p. 429). Les autorités de marché représentent aussi des mécanismes non spécifiques de nature spontanée jouant un rôle non négligeable lors des offres publiques. Elles interviennent en amont du processus d'activisme, leur rôle est de protéger les actionnaires minoritaires en vérifiant les modalités des offres publiques. Pendant un processus d'activisme, elles interviennent sur demande des actionnaires minoritaires dissidents avant ou pendant une procédure judiciaire. C'est ainsi qu'une coalition dissidente peut demander par courrier l'exercice des pouvoirs d'enquête et d'injonction de la COB et/ou une révision des appréciations du CMF par la cour d'appel.

La construction du modèle d'activisme des actionnaires minoritaires en France apporte une meilleure compréhension à l'élaboration d'hypothèses testables relatives aux variables explicatives de sa réussite.

Figure 4 : Le processus français d'activisme des actionnaires minoritaires

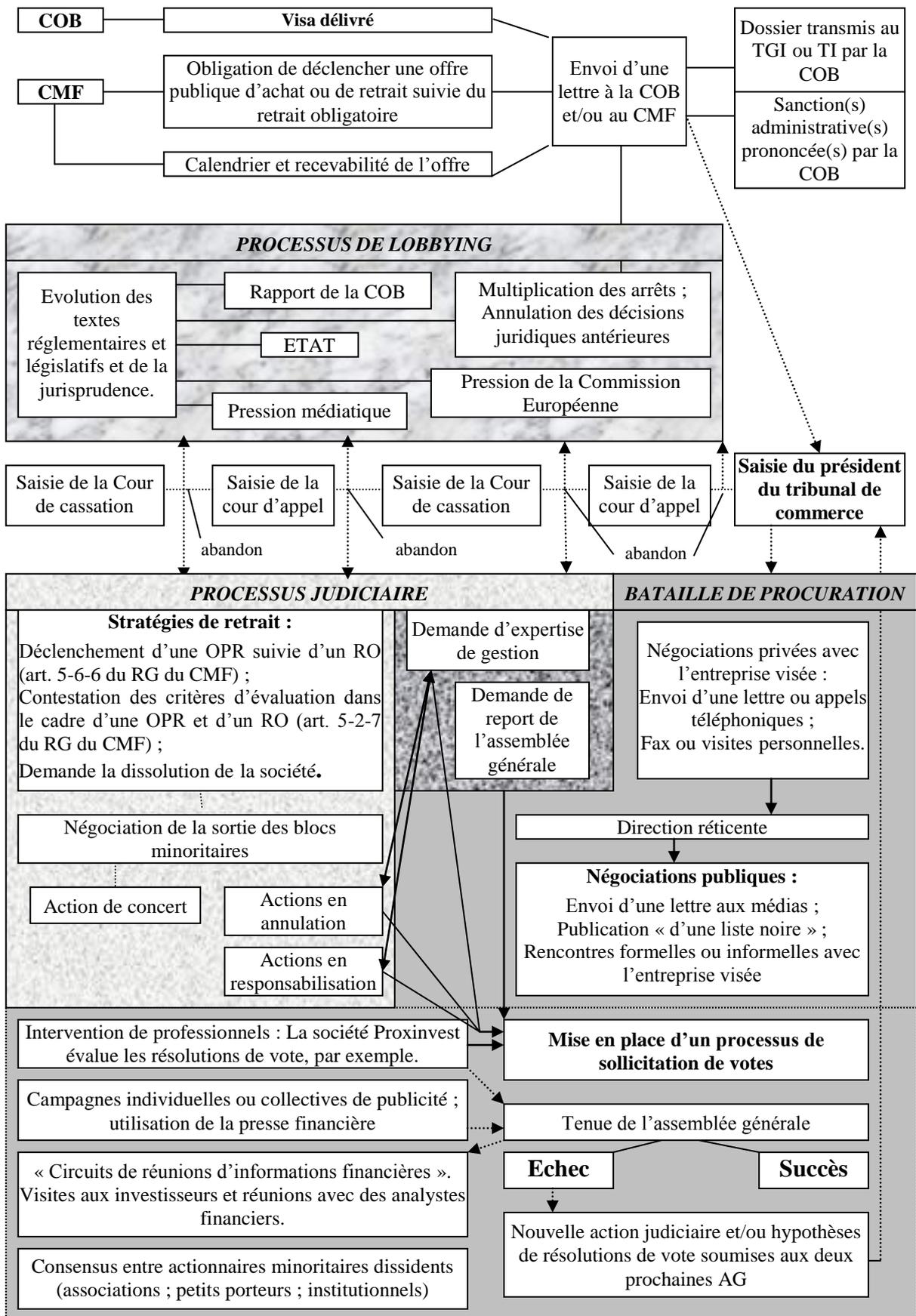


Tableau I.8 : Une typologie des mécanismes de protection des actionnaires minoritaires

	Mécanismes spécifiques	Mécanismes non spécifiques
Mécanismes intentionnels	<p>- Assemblée des actionnaires : exercice de leur droits décisionnels résiduels</p> <ul style="list-style-type: none"> • droit de demander la récusation ou le relèvement du commissaire aux comptes (art. L. 225-230 du C. de com.) ; • droit de demander une expertise de gestion (art. L. 225-231 du C. com.) ; • droit de déposer des questions écrites sur tous faits de nature à compromettre la continuité de l'exploitation (art. L. 225-232 du C. com.) ; • droit de désigner en justice la désignation d'un mandataire de justice pour convoquer l'assemblée générale (art. L. 225-103 du C. com.) ; • droit d'inscrire des projets de résolutions à l'ordre du jour de l'assemblée générale (art. L. 225-105 du C. com.) ; • droit d'approuver les comptes consolidés (art. L. 225-100 du C. com, art. 118 de la Loi NRE). <p>- Conseil d'administration - Comités de rémunération - Comités d'audit - Comités d'actionnaires - Commissaires aux comptes - Associations d'actionnaires ponctuelles telles que les associations d'actionnaires salariés ou les AIC (Associations d'Intérêt Commun). Ces dernières ont pour objectif de regrouper les actionnaires individuels d'Elf Aquitaine et de Suez (29/06/95, <i>La Tribune-Desfossés</i>) mais aussi de la Compagnie Générale des Eaux et d'Alcatel Alsthom. Ces associations ne sont pas des associations de défense créées à la faveur d'un conflit avec la direction de telle ou telle société. Elles veulent au contraire instaurer un dialogue de long terme avec les dirigeants des sociétés dont elles regroupent les petits porteurs.</p>	<p>- Environnement légal et réglementaire : exercice de leur droit d'action</p> <ul style="list-style-type: none"> • Intervention des autorités boursières (COB et le CMF) ; <p><i>Pouvoirs de la COB :</i> Pouvoir réglementaire, d'injonction et d'enquête. <i>Pouvoirs du CMF :</i> Pouvoir réglementaire et disciplinaire. Désormais, art. 15 de la Loi NRE reconnaît au CMF le pouvoir d'injonction (art. 622-20-1 du C. mon. et fin.).</p> <ul style="list-style-type: none"> • Loi à travers la procédure de vérification de l'avantage particulier ; • Jurisprudence, par le biais de l'abus de minorité et de majorité ; • Droit d'agir en justice contre la société, mais aussi contre les décisions des autorités boursières au moyen d'une demande de sursis à exécution présentée au président de la cour d'appel formée par simple requête déposée au greffe. <p>• Droit de retrait : Application des règles légales de liquidation (art. L. 237-14 du C. com.) ; Déclenchement d'une OPR suivie d'un RO (art. 5-6-1 et suivants ; art. 5-7-1 du règlement général du CMF).</p> <p>- Associations d'investisseurs et d'actionnaires spécialisées</p>
Mécanismes spontanés	<p>- Culture « actionnariale » - réseaux de confiance informels - surveillance mutuelle des dirigeants</p>	<p>- Marché des biens et des services - Marché financier (prises de contrôle) : exercice de leurs droits aux flux résiduels - Marché du travail - Marché politique - Environnement médiatique - Environnement « sociétal » (activités de <i>lobbying</i>) - Culture des affaires (rapports Viénot, rapport Marini, ...)</p>

DEUXIEME PARTIE

APPROCHE THEORIQUE

- LES FACTEURS EXPLICATIFS DE L'ACTIVISME – SON SUCCES ET SES EFFETS SUR LA RICHESSE DES ACTIONNAIRES

D'après la théorie du gouvernement des entreprises, l'activisme des actionnaires est un processus formé d'activités d'influence dont la finalité est d'exercer une pression formelle (« bataille de procuration », activités judiciaires) et/ou informelle (annonces publiques, envoi de courrier à la COB, appels téléphoniques avec la direction dans le but de négocier des arrangements) sur les décisions stratégiques, financières et d'investissement d'une coalition de contrôle composée de la direction et de membres affiliés (actionnaire(s) de référence, blocs minoritaires non contrôlants, actionnaires minoritaires).

Comme nous l'avons énoncé précédemment (proposition 1 ; cf. partie 1, chapitre 2), la motivation des actionnaires minoritaires à devenir « activistes » dépend de la stratégie de neutralisation de la coalition de contrôle sur les mécanismes externes et internes de gouvernance. Non seulement, cette stratégie réduit les opportunités de sortie des actionnaires minoritaires, mais elles paralysent aussi leur droit de prise de parole.

L'augmentation des coûts d'opportunités des actionnaires minoritaires les incite alors à se mobiliser afin de tenter d'influer sur la valeur de leurs titres ou d'influencer les décisions de la coalition de contrôle.

En fonction de leurs anticipations supposées rationnelles sur la valeur future des *cash-flows*, de leurs capacités d'expertise et d'influence ainsi que de leurs compétences, les actionnaires minoritaires « activistes » mèneront un ensemble d'activités d'influence dans le but de former une coalition dissidente. Nous avons émis la proposition (proposition 2) que le choix de ces activités et la présence d'un ou plusieurs actionnaires « pivots » au sein de la coalition dissidente en permettant la résolution du problème de « passager clandestin » déterminent la probabilité du succès de l'activisme.

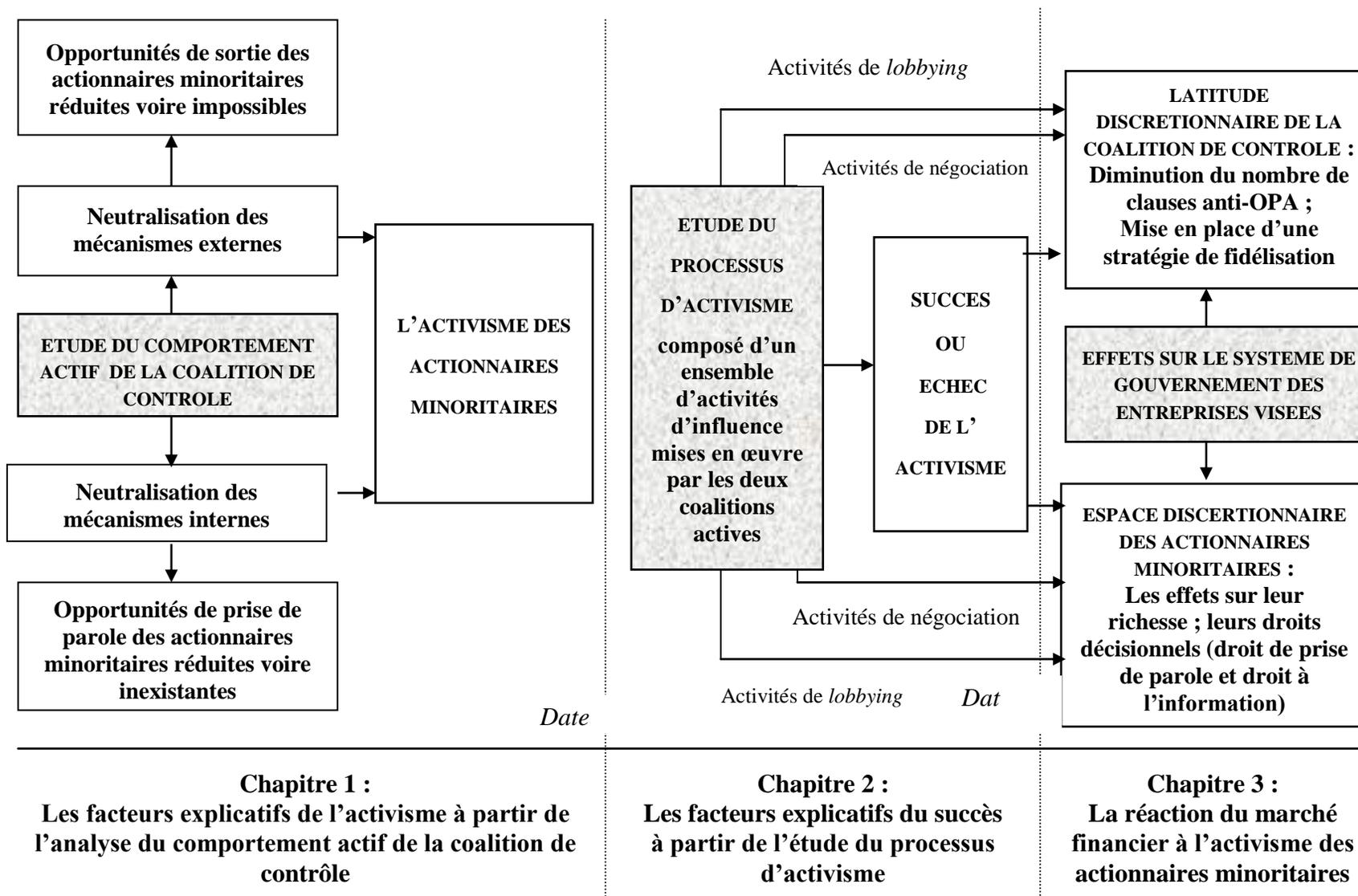
La finalité de cette étude est de mesurer l'efficacité du processus d'activisme sur la richesse des actionnaires minoritaires.

Aussi à partir d'une recension du cadre théorique (cf. figure 5), nous présenterons les hypothèses relatives :

- aux caractéristiques des entreprises visées par des actionnaires minoritaires mécontents ;
- aux facteurs explicatifs du succès de leur activisme ;
- aux réactions du marché financier à l'activisme des actionnaires minoritaires.

L'analyse du comportement actif de la coalition de contrôle et de la coalition minoritaire dissidente nous permet d'énoncer successivement un ensemble d'hypothèses relatives aux caractéristiques des entreprises visées par des actionnaires minoritaires « activistes » (chapitre 1) et au succès de cet activisme (chapitre 2). Enfin, les hypothèses relatives à l'efficacité de ce processus seront exposées dans un dernier chapitre (chapitre 3).

Figure 5 : Le modèle explicatif de l'activisme des actionnaires minoritaires au sein des entreprises cotées



Chapitre 1.

Le comportement actif de la coalition de contrôle et l'activisme des actionnaires minoritaires

Colette Neuville (2001), présidente de L'ADAM, affirme que « l'investisseur qu'il s'agisse d'un actionnaire individuel, ou d'un gestionnaire de placements collectifs, n'a d'autre objectif que d'avoir le meilleur « retour sur investissement », ce qui suppose :

- qu'il reçoive une information suffisante et fiable, lui permettant de sélectionner rationnellement ses placements en fonction de ses objectifs de rentabilité et de risques ;
- qu'il dispose des moyens de contrôler la gestion des fonds investis ;
- qu'il n'y ait pas d'obstacles au libre jeu de la concurrence, ce qui suppose que l'investisseur ne rencontre de barrières, ni à l'entrée, ni à la sortie des sociétés qu'il a sélectionnées ».

En pratique, on a pu constater que les membres d'une coalition de contrôle sont réticents à appliquer l'ensemble des mesures nécessaires au retour sur investissement de l'actionnaire minoritaire. Au contraire, ils vont chercher à coordonner leurs efforts afin :

- de mettre en place un ensemble de mesures visant à augmenter l'asymétrie informationnelle ;
- de paralyser l'ensemble des mécanismes de surveillance ;
- de neutraliser les mécanismes de prise de parole et de retrait des actionnaires minoritaires ;
- de transférer à leur profit une grande partie de la richesse créée.

Dans ce contexte, des relations conflictuelles vont naître entre les membres de la coalition de contrôle et la minorité dissidente. Celle-ci s'opposera soit aux décisions prises par l'équipe de direction, soit aux décisions prises par le(s) actionnaire(s) de référence et/ou les actionnaires minoritaires contrôlants dont dépend la latitude des dirigeants.

Notre raisonnement basé sur l'étude de la stratégie de neutralisation menée par la coalition de contrôle portera principalement sur les différentes sources des conflits

d'intérêts qui l'opposent aux actionnaires minoritaires. Ces conflits d'intérêts peuvent résulter d'une stratégie informationnelle de la coalition de contrôle qui a pour objectif d'amoindrir l'influence des actionnaires minoritaires au moyen d'une asymétrie informationnelle (section 1). Ils peuvent naître également de l'application par la coalition de contrôle d'une stratégie de neutralisation des mécanismes externes (section 2) et internes (section 3) de gouvernement des entreprises.

Section 1. L'ASYMETRIE INFORMATIONNELLE ET L'ACTIVISME

En augmentant l'asymétrie informationnelle, la coalition de contrôle accroît le risque moral supporté par les actionnaires minoritaires. La stratégie informationnelle a pour effet de biaiser le processus d'arbitrage des actionnaires entre la vente ou non de leurs titres. L'activisme des minoritaires peut être lié à des défauts d'informations concernant les opérations de gestion. Dans l'« affaire J. Chauvin et autres contre A. Chauvin », un actionnaire minoritaire avait cédé 30 % du capital à un actionnaire majoritaire au prix de 2,8 millions de francs. Or, la société avait vendu l'une de ses filiales à un prix de 12 millions de francs. L'actionnaire minoritaire n'ayant pas eu connaissance de ces négociations a poursuivi la société pour défaut d'informations (Cour d'Appel de Paris, 15^e ch., 16 déc. 1992).

Dans cette stratégie, l'information est qualifiée d'« imparfaite » car « les dirigeants possèdent une information spécifique sur leurs stratégies et leurs décisions, contrairement aux investisseurs externes ; leurs motivations ne sont pas parfaitement alignées sur celles des investisseurs ; et les règles comptables ainsi que les audits ne sont pas parfaits » (P. M. Healy et K. G. Palepu, 1993, p. 2).

On peut compter deux types de stratégies informationnelles, la stratégie de manipulation dénommée aussi stratégie de dissuasion et la stratégie de fidélisation (C. Pochet, 1998).

La stratégie de manipulation implique que l'ensemble des actionnaires ait « un contrôle actif mais inefficace en raison de la mauvaise qualité des informations transmises aux acteurs de ce contrôle, les stratégies de dissuasion cherchent à obtenir un comportement passif de ces derniers » (P. M. Healy et K. G. Palepu, 1993, p. 81). Cette stratégie peut être illustrée par le comportement d'une coalition de contrôle qui choisit

d'accroître l'incertitude sur ses stratégies et ses investissements en les choisissant en fonction de leur complexité et de leur manque de lisibilité.

La stratégie de fidélisation offre le moyen d'acquérir une notoriété afin de se défendre contre d'éventuelles OPA (S. Chahine, 1999, p. 69). Elle a pour objectif de légitimer les décisions *managériales* en vue de fidéliser les actionnaires de la société et d'attirer des investisseurs potentiels. Les moyens mis en œuvre sont divers. Ainsi, la coalition de contrôle peut choisir de divulguer volontairement une information financière dense mais difficilement compréhensible (A. Burlaud, F. D. Poitrinal et E. Salustro, 1998). En conséquence, la qualité de l'information sera d'un faible niveau alors que l'actionnaire percevra l'abondance de documents comme un gage de sérieux.

Quels que soient les moyens informationnels mis en œuvre par la coalition de contrôle, l'asymétrie résultera de leurs choix de publicité et de diffusion de l'information financière (1.) et de leurs choix de financement et d'investissement (2.).

1. Les choix de publication et de diffusion de l'information par la coalition de contrôle

Le concept de qualité défini par C. Michaïlesco (1999, p. 85) est fondé sur trois critères qualitatifs :

- la sincérité ou la traduction loyale de la réalité ;
- la valeur ou l'utilité objective et subjective attribuée à une information par rapport à l'objet représenté et la fonction qu'elle doit remplir ;
- l'intelligibilité, c'est-à-dire la facilité de compréhension, de l'information contenue dans les rapports annuels.

Son étude identifie les déterminants de la qualité de l'information comptable destinée aux analystes financiers mais non aux actionnaires individuels ayant des besoins informationnels qui varient en fonction de leur statut, c'est-à-dire en fonction de leur capacité à traiter l'information transmise. Une coalition de contrôle qui cherche à se soustraire à la discipline des mécanismes externes de contrôle divulguera aux actionnaires une information non sincère, inintelligible et ayant un contenu informationnel pauvre. D'où l'hypothèse suivante :

Hypothèse 1a : Il existe une relation négative entre la qualité de l'information contenue dans les rapports annuels et la probabilité d'activisme des actionnaires minoritaires.

La qualité de l'information transmise aux actionnaires se mesure par le contenu des supports informationnels transmis à l'actionnariat. Or, la coalition de contrôle intervient de différentes manières pour modifier la présentation des états financiers (B. Lev, 1992) :

- opérer des choix de publication ou des choix comptables parmi les normes proposées ;
- diffuser de l'information facultative ou utiliser des techniques visant à améliorer l'impact de la communication. Les entreprises pourront alors utiliser les graphes (V. Beattie et J. J. Jones, 1992) ou d'autres techniques proches de celles du marketing relationnel.

1.1. La qualité de l'information financière transmise aux actionnaires dans les rapports annuels

C. Michaïlesco (1999, p.92) explique que les entreprises françaises cotées de 1991 à 1995 offrant une qualité supérieure d'information sont des entreprises qui enregistrent leurs rapports annuels comme documents de référence ou qui sont non seulement cotées en France mais aussi à l'étranger. Elle constate de plus que le respect des obligations imposées par la COB encourageant la publication des documents de référence permet de résoudre les conflits d'intérêts (C. Michaïlesco, 1999, p. 96). Cette information de meilleure qualité ne semble pas être liée aux nouvelles exigences des actionnaires, mais plus à la volonté de l'entreprise d'harmoniser ses pratiques afin d'attirer et de fidéliser un actionnariat international.

L'enquête réalisée en 1995 par l'institut de sondage SOFRES à la demande de la Banque de France, de la COB et de la SBF-Bourse de Paris a confirmé une partie des résultats de C. Michaïlesco. Les actionnaires individuels demandent une information « traitée et facile d'accès » diffusée dans des supports de communication interne ou des supports spécifiques tels que les lettres aux actionnaires, les rapports annuels « allégés » ou dans le document de référence enregistré par la COB.

La COB impose aux entreprises des obligations supplémentaires afin d'aider à la supervision de la gestion des dirigeants. Avec le règlement n° 91-02, les entreprises faisant régulièrement appel à l'épargne peuvent établir annuellement un document de référence présentant la société, son activité et ses comptes indépendamment de la note d'opération. Le document de référence doit être un moyen de renforcer la crédibilité de l'information financière de la société. La COB autorise les entreprises à enregistrer leur rapport annuel comme document de référence. Dans cette optique, elle fixe des règles de présentation et de contenu du document supérieures à celles encadrant le contenu des rapports annuels. Chaque année, la SFAF (Société Française des Analystes Financiers) et *le Journal des Finances* sélectionnent les meilleurs documents de référence des sociétés du SBF 120. En 1999, ils ont décerné un prix à deux sociétés, la société Danone et la société Esker. Cette sélection a pour objectif de faire progresser la qualité de l'information financière⁷⁶. Compte tenu des besoins informationnels des actionnaires minoritaires, nous émettons donc l'hypothèse suivante :

Hypothèse 1b : Il existe une relation négative entre la publication d'un document de référence et la probabilité d'activisme des actionnaires minoritaires.

Cette pression plus forte en matière de transparence de l'information et de respect des principes de gouvernement des entreprises s'exerce notamment sur les entreprises à cotation multiple. Elles sont soumises à chaque obligation nationale de diffusion de l'information, mais aussi, aux obligations imposées par les autorités boursières des autres marchés internationaux. Dès lors, on suppose que ces entreprises subissant déjà la pression des autorités de régulation et répondant aux besoins informationnels des actionnaires

⁷⁶ M. Léonard et H. Tassin, 1999, « Danone et Esker récompensés pour leurs documents de référence », *Analyse Financière*, n° 120, pp. 28 – 31.

Une première sélection a permis de retenir quinze documents de référence en listant les rubriques des documents déposés, par les sociétés du SBF 120 et par les sociétés du nouveau marché. Les documents retenus ont été ensuite notés par des analystes financiers et par *Le Journal des Finances* qui ont pratiqué une notation tenant compte de l'information financière destinée aux investisseurs individuels. Trois types de critères ont été retenus :

- l'existence de données financières (rémunération des dirigeants ; informations sectorielles chiffrées ; ...) ;
- la qualité des commentaires ;
- la « lisibilité » du document et la facilité d'accès à l'information. Cette variable a été définie à partir de plusieurs critères : existence d'une table des matières ; têtes de chapitres bien précisées ; distinction claire entre les chiffres clés de l'activité et l'ensemble des éléments comptables ; clarté de l'expression ; qualité des illustrations ; coordonnées des responsables de l'information.

minoritaires sont moins prédisposées à faire l'objet d'un processus d'activisme par des actionnaires minoritaires. D'où l'hypothèse suivante :

Hypothèse 1c : Il existe une relation négative entre la cotation multiple et la probabilité d'activisme des actionnaires minoritaires.

1. 2. La diffusion d'informations volontaires supplémentaires

Les sociétés cotées ont mis en place un ensemble d'outils de communication qui leur permettent de fidéliser les actionnaires individuels. Ces nouvelles techniques ont pour vocation de créer de nouveaux supports de communication tels que les lettres aux actionnaires (Valéo, Air Liquide, Sodexo), le numéro vert, l'audiotel, l'internet avec des conférences en direct (LVMH) ou une retransmission des assemblées générales (mise en œuvre, depuis 1999, par Vivendi, Valéo et Pinault-Printemps-La Redoute) ainsi que les réponses aux questions transmises par courrier électronique (à partir de l'année 2000, pour Sodexo) (R. Philippon, 2000, p. 4-5). Ces initiatives peuvent prendre les formes suivantes :

- les services d'information comme les centres d'appels téléphoniques ou les sites internet. Les actionnaires peuvent ainsi obtenir, dans un bref délai, les réponses à leurs questions. Le service de France Télécom reçoit 20 000 appels par jour. Des rencontres ou des réunions publiques avec visite des sites sont également proposées, chez TF1 ou chez Vivendi avec Jean-Marie Messier par exemple ;
- les clubs d'actionnaires qui proposent aux actionnaires des services privilégiés tels que les lettres d'information, le guide de l'actionnaire, les visites de sites, les formations à la bourse, les offres promotionnelles de réductions sur des produits maisons (France Télécom, Euro Disney, Club Méditerranée, LVMH,...), les réductions ou invitations pour des manifestations culturelles et sportives, les avantages en nature (tarifs préférentiels sur certains produits d'épargne ou encore sur les nombreux crus produits par les vignobles possédés par Axa Millésimes ou possibilité offerte aux actionnaires de la BNP de conserver leurs titres gratuitement) ;

- les services financiers qui proposent aux actionnaires de transmettre directement leurs ordres de bourse en étant exonérés de droit de garde.

Ces outils de marketing relationnel servent à établir un consensus entre actionnaires individuels-clients, parties prenantes à l'organisation, et l'entreprise. L'entreprise, qui cherche à établir des relations durables avec ses actionnaires, doit agir sur certaines dimensions comme l'équité, la confiance et la satisfaction. « Plus il est engagé dans sa relation avec l'entreprise, plus l'actionnaire individuel aura tendance à consommer et/ou prescrire les produits et/ou services de la société dont il détient les titres » (J. F. Lemoine et S. Onnée, 2000, p. 9). D'où l'hypothèse suivante :

Hypothèse 1d : Il existe une relation négative entre une politique de gestion de l'actionnaire-client mise en place par les sociétés cotées et la probabilité d'activisme des actionnaires minoritaires.

Cette politique de communication financière susceptible d'atteindre les petits porteurs et de leur faire mesurer les résultats obtenus au moyen de lettres aux actionnaires, de numéros d'appel, de clubs d'actionnaires, de réunions d'information augmente leur confiance acquise à l'égard de la coalition de contrôle (L. Batsch, 1999, p. 210). D'autres facteurs tels que la qualité de la gestion, le niveau des performances réalisées et la politique de dividendes expliquent aussi la fidélisation des actionnaires.

2. Les choix de financement et d'investissement

L. DeAngelo (1988, p. 7) précise que la coalition de contrôle s'appuie sur l'information comptable de l'entreprise afin de justifier ses choix de financement et d'investissement aux actionnaires minoritaires. Certains de ces choix sont difficilement contrôlables et leur destination finale peut être facilement détournée. Les actionnaires minoritaires, non spécialistes de l'analyse financière, peuvent être victimes d'une information manipulée par la coalition de contrôle. Cette stratégie de manipulation influence la lisibilité des indicateurs de richesse créée et de répartition de celle-ci, c'est-à-dire leur intelligibilité et leur évaluation par les actionnaires minoritaires.

2. 1. Les choix de la structure financière

La coalition de contrôle dispose de plusieurs voies de manipulation pour réduire la visibilité et la contrôlabilité des indicateurs financiers. L'information divulguée est alors une information « optimiste » non révélatrice de la baisse des bénéfices et induisant les actionnaires dans l'erreur. L'étude de B. Lev (1995) sur les caractéristiques des entreprises ayant fait l'objet de poursuites judiciaires de 1988 à 1990 fait apparaître que la coalition de contrôle d'une entreprise en difficultés financières aura tendance à transmettre une information opaque basée sur la manipulation de ses résultats comptables afin d'éviter le retrait ou la prise de parole des actionnaires mécontents.

Dans une étude sur les offres publiques de renforcement (OPAS) et de fermeture du capital (OPR-RO) ayant eu lieu sur le marché français de 1994 à 1997, A. Thauvron (2000, p. 108) trouve que les sociétés cibles d'une offre publique manipulent à la baisse leur résultat net. Au cours de l'année de l'offre, ce résultat net moyen standardisé passe de 4,14 % de la capitalisation boursière à - 18,67 %. Les résultats des études *anglo-saxonnes* confirment ces résultats (K. Martin et J. McConnell, 1991).

Ces manipulations diminuent les opportunités de réalisation de plus-values des actionnaires minoritaires. Rappelons que la spécificité des apports des actionnaires réside dans la mobilité de leurs titres de propriété (liée notamment à la liquidité) (G. Charreaux et Ph. Desbrières, 1998, p. 70). En effet, cette possibilité de transférer leurs titres constituent pour les petits porteurs la meilleure des protections. Dès lors, ils sont peu incités à participer aux votes lors des assemblées générales des actionnaires. De ce fait de cette protection, la coalition de contrôle possède une relative liberté pour prendre les décisions de création et de répartition de la valeur. Alors qu'il lui suffit de rémunérer les actionnaires à leur coût d'opportunité pour les maintenir dans le nœud de contrats, elle préférera, lorsque la valeur créée augmente, favoriser les autres parties prenantes telles que les salariés en raison de leur rôle important dans le processus de création de cette valeur. En revanche, en cas de conjoncture défavorable, le partage de la valeur se fera souvent prioritairement au détriment des actionnaires du fait de leur statut légal de créancier résiduel. Dans ce contexte, les actionnaires minoritaires seront incités à intervenir dans le processus de création et de répartition de la valeur. Cependant, il semble que seule la chute des indicateurs de richesse puisse faire prendre conscience aux actionnaires minoritaires

des difficultés réelles de l'entreprise et de la nécessité de mettre en place des mécanismes curatifs tels que les « batailles de procuration », les « batailles boursières » et/ou les « batailles judiciaires ». Cette intervention tardive des actionnaires minoritaires est liée aux difficultés d'accéder à l'information interne en relation directe avec le processus de création de la valeur.

D'une manière générale, la performance comptable est un des indicateurs *ex post* de qualité de l'entreprise qui mesurent la compétence des dirigeants à créer de la valeur pour les actionnaires. Plus cet indicateur sera bas, plus les actionnaires minoritaires seront actifs et auront tendance à formuler des critiques sur les capacités *managériales* de la coalition de contrôle. D'où l'hypothèse suivante :

Hypothèse 2 : Il existe une relation négative entre la performance comptable et la probabilité d'activisme des actionnaires minoritaires.

Non seulement, les choix d'investissement et d'activisme des actionnaires minoritaires sont liés à l'information transmise par la coalition de contrôle, mais aussi, à l'information divulguée par le marché financier. Un dirigeant qui n'agit pas dans l'intérêt des actionnaires sera sanctionné par le marché financier (diminution de la valeur boursière) et par le marché de l'emploi (révocation du dirigeant). Ainsi, une diminution du cours boursier fait prendre conscience aux actionnaires minoritaires de la perte d'une composante majeure de leur rémunération explicite, c'est-à-dire de la plus-value du titre. De même, une augmentation du risque total de l'entreprise liée à l'incertitude associée à l'attente de revenus fait craindre aux actionnaires une sortie coûteuse qui les incite à mettre en place un processus d'activisme. Par conséquent, nous énoncerons les hypothèses suivantes :

Hypothèse 3 : Plus la valeur boursière est faible, plus forte est la probabilité que l'entreprise fasse l'objet d'un activisme par des actionnaires minoritaires.

Hypothèse 4 : Plus le risque est élevé, plus forte est la probabilité que l'entreprise fasse l'objet d'un activisme par des actionnaires minoritaires.

P. Dodd et J. B. Warner (1983) démontrent que l'évolution du cours boursier moyen des entreprises visées par des actionnaires dissidents augmente de manière significative six mois avant l'annonce d'une « bataille de procuration », contrairement aux performances comptables. Selon L. DeAngelo (1988, p. 6), cette évolution positive de la performance boursière des entreprises qui seront sujettes à un processus d'activisme est liée à l'anticipation du marché financier sur la révocation future d'un dirigeant « inefficace » ou aux améliorations apportées par l'équipe *managériale* actuelle pour satisfaire les actionnaires contestataires.

Par ailleurs, lorsque les perspectives de profit de l'entreprise sont mauvaises et que le risque de faillite est élevé, l'endettement émerge parce qu'il permet une réallocation des quasi-rentes⁷⁷ et le maintien des contrats implicites (C. Moussu, 2001). Conformément aux prédictions théoriques, un lien positif entre la valeur de liquidation de l'entreprise et le niveau de la dette existe (C. Moussu, 2001, p. 192). Effectivement, le niveau d'endettement peut être associé négativement à la capacité actuelle et future de l'entreprise à générer de la valeur (C. V. Smith et R. Watts, 1992). L'endettement peut notamment conduire les dirigeants à renoncer à entreprendre des opportunités d'investissement rentables (S. C. Myers, 1977). Une telle situation peut survenir lorsqu'une fois la dette existante remboursée, l'espérance de rentabilité pour les capitaux propres est inférieure à leur coût (G. Charreaux, 2001b, p. 27).

Dans ce contexte financier défavorable, les actionnaires minoritaires supportent des coûts élevés. Dans le cadre d'une augmentation de capital, ils peuvent être sollicités par la coalition de contrôle afin de contribuer aux pertes de l'entreprise. Ils peuvent également subir la dilution de leurs droits décisionnels par une augmentation de capital réservée à un actionnaire repreneur affilié à la coalition de contrôle. Ainsi, pour ne pas subir de pertes financières supplémentaires, les actionnaires minoritaires peuvent exiger la mise en redressement judiciaire de la société. Au contraire, d'autres chercheront à identifier les causes de cette situation financière en demandant en assemblée générale ou en justice un complément d'informations sur les décisions prises par la coalition de contrôle et, le cas échéant, ils chercheront les abus de majorité ou les fautes de gestion qu'elle a commis. La situation est différente pour les actionnaires salariés.

⁷⁷ La quasi-rente est égale « au supplément de rémunération perçu en sus de la rémunération minimale nécessaire à la poursuite de la coopération » (G. Charreaux et Ph. Desbrières, 1998, p. 64).

De par leur statut au sein de ces entreprises, les salariés seront incités à coordonner leurs efforts, notamment sous forme « associationnelle », pour négocier des arrangements avec la coalition de contrôle (C. Moussu, 2001) ou pour superviser ses décisions. La grande majorité des associations d'actionnaires salariés a été créée suite aux difficultés financières de l'entreprise dans laquelle ils sont employés (Association de défense des actionnaires de la société NCM, Association des Mines de Salsigne). Aussi, souhaitant maintenir leur emploi, ils peuvent reprendre l'entreprise au moyen d'un RES (Rachat d'Entreprise par les Salariés). Ce fût notamment le cas des salariés de la filiale Jeanneau qui en 1987 faisait l'objet d'un plan de restructuration. Toutefois, cette opération surévaluée a conduit à aggraver les difficultés financières de l'entreprise et à son rachat par Chantellier Industries au détriment des salariés restés minoritaires. Depuis, ils se sont retournés contre les anciens dirigeants de la société et ont engagé à leur encontre des poursuites judiciaires.

En revanche, dans les entreprises ayant peu d'opportunités d'investissement et dégagant de forts *free cash flows*, le niveau d'endettement est associé positivement à la performance courante. Dans ce cas, la dette est un moyen disciplinaire fort contingent à la situation de l'entreprise, qui réduit la latitude discrétionnaire de la coalition de contrôle (M. C. Jensen, 1986). En effet, les créanciers financiers peuvent exiger la mise en redressement ou en liquidation judiciaire de la société si le remboursement de la dette n'a pas été honoré. Dans ce cas, les actionnaires minoritaires n'ont aucun intérêt à engager des coûts de surveillance ou de prise de parole.

Les actionnaires minoritaires seront incités à s'informer et à intervenir sur le processus décisionnel de la coalition de contrôle dans une situation de crise. D'où l'hypothèse suivante :

<p>Hypothèse 5 : Il existe une relation positive entre le taux d'endettement et la probabilité d'activisme des actionnaires minoritaires.</p>
--

De même que les incitations et l'asymétrie informationnelle peuvent permettre d'expliquer les choix de la structure financière des entreprises visées par l'activisme des actionnaires minoritaires, ils peuvent également permettre de comprendre le

fonctionnement des politiques d'investissement et de rémunération de la coalition de contrôle.

2. 2. Les choix des politiques d'investissement et de rémunération

Le choix des activités et des investissements peu lisibles (notamment en matière de recherche et de développement) sont les vecteurs privilégiés de la stratégie d'enracinement de la coalition de contrôle (G. Charreaux, 1997b, p. 478). L'accroissement du risque de l'entreprise à travers des projets d'investissement particuliers dans des secteurs connus par la coalition de contrôle réduit la possibilité de remplacer l'équipe de direction actuelle par une équipe concurrentielle. Le recours au marché du travail, en tant que mécanisme de discipline du comportement discrétionnaire du dirigeant, est alors trop coûteux, puisque seule la coalition de contrôle détient une information privée sur des investissements spécifiques non redéployables⁷⁸.

En outre, les projets importants de recherche et de développement sont difficilement contrôlables et les capitaux destinés à les financer peuvent être détournés plus facilement sous la forme d'avantages en nature. Ainsi, si ces activités de recherche et de développement ne sont pas productives, elles entraînent un véritable coût d'opportunité pour les actionnaires. Le manque de contrôlabilité et de lisibilité de ces investissements idiosyncratiques incitent les actionnaires actifs à exercer leur droit de critique et en particulier leur droit informationnel. D'où l'hypothèse suivante :

Hypothèse 6: Il existe une relation positive entre la proportion d'investissements idiosyncratiques et la probabilité d'activisme des actionnaires minoritaires.

Les conflits d'intérêts entre les actionnaires minoritaires et la coalition de contrôle sont non seulement liés aux caractéristiques intrinsèques de l'investissement, mais aussi au choix des critères qui régissent le processus d'investissement (G. Charreaux, 2001b, p 28). Les actionnaires de référence, de par leur position dominante et leur représentation au sein du conseil d'administration, influencent souvent le choix des investissements. Ils privilégient les investissements qui favorisent ou équilibrent la liquidité et la valorisation

⁷⁸ Le caractère non redéployable des actifs spécifiques désigne le degré avec lequel un actif peut être réutilisé sans perte de valeur en cas d'interruption ou d'achèvement du contrat (O. E. Williamson, 1994, p. 77).

de leurs portefeuilles. Comme le soulignent R. La Porta et *al.* (1998a), ces conflits d'intérêts entre les petits porteurs et les actionnaires de référence sont à l'origine d'une politique de distribution des dividendes en tant que mécanisme de dédouanement des actionnaires de référence vis à vis des actionnaires minoritaires.

Si l'information sur l'évaluation des projets d'investissement de la société manque de transparence pour les actionnaires, certaines informations telles que la rémunération du Président Directeur Général et celles des dirigeants sont inexistantes. L'« affaire Lagardère », révélée par un actionnaire individuel réputé pour son activisme Alain Géniteau, met en évidence ces problèmes de transferts de richesse vers une coalition de contrôle enracinée. J. L. Lagardère a fait l'objet de plaintes pour abus de biens sociaux sur le montage qui permettait à Lagardère Capital et Management, anciennement dénommée Arjil SA, de ponctionner 0,2 % du chiffre d'affaires de Matra-Hachette afin de rémunérer notamment les cadres dirigeants du groupe Lagardère (*La Tribune-Desfossés*, 18 décembre 1996). Arjil SA, qui portait les participations de la famille Lagardère, soit 4,8 % du capital du groupe, assurait le recrutement et la rémunération des cadres dirigeants de Matra et de Hachette. En échange de cette prestation, elle se faisait rémunérer par le biais de « *management fees* » (redevances) annuelles. A. Géniteau a déposé une plainte en 1992, il a mis en doute la réalité des prestations versées procurant à Arjil de substantiels bénéfices, obérant ainsi les dividendes versés aux actionnaires du groupe (soit une ponction de près de 5 % sur les dividendes versés aux actionnaires de Matra et d'Hachette, puisque Arjil n'était pas consolidée dans le groupe). Ces conventions occultes, qui permettent à la coalition de contrôle de s'approprier une partie de la richesse créée, proviennent de l'existence de clauses extrastatutaires et de la neutralisation de la fonction de surveillance du conseil d'administration analysées au cours des sections suivantes. D'où l'hypothèse suivante :

<p>Hypothèse 7 : Il existe une relation positive entre le montant de la rémunération des organes de direction et d'administration et la probabilité d'activisme des actionnaires minoritaires.</p>

Selon leurs besoins informationnels et la stratégie de communication financière de la coalition de contrôle, les actionnaires minoritaires disposent d'une information limitée et

peu lisible sur la qualité de l'entreprise et sur la qualité de gestion de leurs intérêts par la coalition de contrôle. Pour biaiser l'information transmise aux actionnaires minoritaires, la coalition de contrôle peut manipuler l'information obligatoire et volontaire contenue dans les supports de communication (hypothèses 1), ainsi que la qualité de sa politique de création et de répartition de la richesse (hypothèses 2 à 7). Seuls quelques indicateurs, énoncés précédemment, permettent aux minoritaires d'observer la stratégie de la coalition de contrôle. L'indicateur le plus lisible est celui de la performance financière. Une mauvaise évaluation de l'entreprise par un marché financier efficient signalera aux actionnaires minoritaires que la coalition de contrôle ne gère pas l'entreprise au mieux de leurs intérêts. Ils seront alors enclins à exercer leur droit d'action si les performances passées de l'entreprise sont médiocres et si elles sont attribuées à la stratégie de la coalition de contrôle. Cependant, ces performances peuvent diminuer lorsque la coalition de contrôle a su instituer des clauses statutaires et extrastatutaires lui permettant d'échapper à la sanction du marché financier. La diminution de son risque de licenciement par l'adoption de plusieurs mesures ne contribue-t-elle pas à l'inciter à augmenter ses avantages personnels au détriment de la valeur « actionnariale » et, par conséquent, à accroître le risque d'activisme par une coalition dissidente ?

L'étude de la neutralisation des mécanismes externes de gouvernement d'entreprises confirme un lien de causalité entre les performances et l'adoption de clauses protégeant la coalition majoritaire d'une prise de contrôle et justifie de l'augmentation de l'activisme des actionnaires minoritaires en présence de ces clauses.

Section 2. LA NEUTRALISATION DES MECANISMES EXTERNES DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISES

L'objectif poursuivi par l'actionnaire de référence est de maintenir son contrôle sur l'entreprise. Celui de l'équipe de direction est de se prémunir contre toute dilution de son pouvoir de gestion par une modification de la géographie du capital de l'entreprise et de bénéficier d'une garantie de sortie à un terme et à un prix déterminés (Ph. Desbrières, 1997b, p.312). Les moyens utilisés par cette coalition de contrôle sont variés, soit elle cherchera à organiser le retrait des actionnaires minoritaires, soit elle utilisera des moyens juridiques et financiers pour diluer leurs participations et leur influence latente. Ces différentes stratégies ont pour but d'augmenter la participation financière de la coalition de contrôle (1.) (opérations de concentration du capital ou de dilution du capital visant à

réduire la participation des actionnaires minoritaires) et/ou ont pour finalité d'accroître le pouvoir de contrôle de la coalition majoritaire au moyen de clauses anti-OPA (2.) dissociant l'exercice du droit de vote de la détention des actions (L. Y. Dann et H. DeAngelo, 1988).

1. La composition de l'actionnariat et l'activisme

Notre analyse est basée sur le fait que l'incitation des actionnaires minoritaires à devenir « activistes » est liée au comportement discrétionnaire de la coalition de contrôle qui cherche notamment à s'appropriier une partie des rentes à leur détriment. Ces sources d'appropriation sont attachées à la capacité de la coalition de contrôle à collecter une information privée, à créer des synergies et des bénéfices privés notamment lors d'opérations d'acquisition. Cette capacité d'appropriation est également fonction de son degré de contrôle lié à sa participation financière et à son aptitude à s'allier avec d'autres parties prenantes à l'organisation (J. Zwiebel, 1995, p. 162). L'analyse de la structure de propriété des entreprises visées par une coalition dissidente nous conduit à nous intéresser au pourcentage de capital détenu par la coalition de contrôle (1. 1.) et à sa formation (1. 2.).

1. 1. La concentration de la propriété

L'acquisition d'un pourcentage élevé du capital par la coalition de contrôle permet à celle-ci de neutraliser la fonction de surveillance du marché financier. Tout semble dépendre du niveau de participation de cette coalition dans le capital des sociétés (R. Morck, A. Shleifer et R. Vishny, 1988). Toutefois, les nombreuses études empiriques consacrées à l'influence de la géographie du capital selon le type de contrôle (sociétés *managériales*⁷⁹, contrôlées ou familiales) et la performance de ces sociétés n'ont pas pu mettre en évidence des résultats significatifs. Trois conceptions quant à cette relation s'opposent alors : la thèse de la neutralité, la thèse de la convergence des intérêts et la thèse de l'enracinement des dirigeants (G. Charreaux, 1997a).

⁷⁹ Les firmes managériales sont les firmes dont moins de 10 % du capital est détenu par les dirigeants. Ce seuil est fréquemment retenu, mais il peut varier selon les études. Dans les sociétés familiales, la majeure partie du capital est détenue par la famille et ses membres dirigent l'entreprise (G. Charreaux, 1997a, p. 60). Dans les sociétés contrôlées, les membres de la coalition de contrôle nomment le dirigeant et certains d'entre eux siègent au conseil d'administration.

Selon la thèse de la neutralité, la structure du capital de l'entreprise varie en fonction des circonstances de telle sorte qu'elle s'adapte au processus de maximisation de la valeur. Par exemple, H. Demsetz et K. Lehn (1985) ont noté que plus le secteur est agité et la firme petite, plus la structure de l'actionnariat sera concentré. L'alignement des intérêts des actionnaires avec ceux des dirigeants est également possible et elle est fonction de la participation financière des dirigeants.

D'après la thèse de la convergence des intérêts, plus la participation dans le capital de la société des dirigeants sera élevée, plus forte sera la convergence de leurs intérêts avec ceux des actionnaires.

Enfin, une dernière conception soutient au contraire que l'enracinement des dirigeants est fonction du pourcentage de capital qu'ils détiennent. E. H. Fama et M. C. Jensen (1983) analysent les différents moyens mis à la disposition des dirigeants possédant une large proportion de capital pour s'approprier une partie de la richesse créée. Les dirigeants peuvent notamment s'attribuer un salaire excessif, voire négocier des arrangements entre sociétés mères et filiales ou alors investir dans des projets peu rentables. R. Stulz (1988) explique que la détention par le dirigeant d'un bloc d'actions important facilite le maintien de celui-ci à la tête de l'entreprise et l'encourage à résister à une offre de prise de contrôle.

Si l'on fait abstraction de la participation des dirigeants au capital de l'entreprise, on peut avancer que les entreprises à capital diffus laissent une grande latitude décisionnelle aux dirigeants, contrairement aux entreprises à capital concentré contrôlées par les détenteurs de blocs d'actions. Toutefois, ces actionnaires contrôlants ont des motivations et des capacités différentes à agir sur les décisions de la direction. En fonction notamment de leur arbitrage entre les gains et les coûts de contrôle, ils agissent soit dans l'intérêt des actionnaires minoritaires par leur intervention sur les décisions de l'équipe de direction, soit ils s'allient à cette dernière (*cf.*, partie 1, chapitre 2, paragraphe 2. 1.).

C. G. Holderness et D. P. Sheehan (1988, p. 334 et p. 342) concluent, qu'il n'existe pas de différence significative en termes de revenus versés aux PDG et en termes de performance financière mesurée à partir du Q de Tobin et de la rentabilité comptable des fonds propres entre les sociétés à capital concentré et les sociétés à capital diffus. Ces résultats varient en fonction des compétences des détenteurs de blocs d'actions (C. G. Holderness et D. P. Sheehan, 1991). On constate notamment une amélioration de la

richesse des actionnaires dans les entreprises acquises par un détenteur de blocs d'actions qui possède des compétences *managériales*. Ainsi, la convergence des intérêts avec les actionnaires contrôlants et les actionnaires minoritaires est fonction de leurs capacités à agir sur les décisions stratégiques de création et de répartition de la valeur ainsi que de leurs compétences.

Les actionnaires contrôlants disposent d'avantages importants (cabinets d'expert, audit, avocats, participation financière élevée) pour influencer les décisions des dirigeants. Cependant, de par leur investissement financier, et si on suppose que leur portefeuille est moins diversifié que celui des actionnaires minoritaires, leur sensibilité au risque résiduel est plus forte que celle des petits porteurs. Cette dépendance financière les expose alors aux effets de la stratégie de neutralisation de l'équipe de direction et annihile par conséquent leur fonction de surveillance.

De plus, la détention d'une participation élevée de capital peut inciter ces actionnaires et l'équipe de direction à diluer les droits décisionnels résiduels des actionnaires minoritaires ou à se débarrasser d'un actionnariat gênant.

La coalition de contrôle peut chercher à modifier la structure d'actionnariat de la firme en diluant, par exemple, la part des actionnaires minoritaires à travers une fusion, une OPE ou une augmentation de capital. Certaines opérations d'augmentation de capital ont été jugées litigieuses car elles étaient réservées à un nouvel associé et aboutissaient à la réduction de la participation des actionnaires minoritaires.

A titre d'illustration, les actionnaires minoritaires indirects (au travers d'un holding canadien et de deux sociétés néerlandaises) de la SA Financière Hottinguer ont porté plainte contre le groupe majoritaire de la Financière Hottinguer qui avait procédé à une augmentation du capital le 22 juin 1989. Cette opération avait pour conséquence de réduire de moitié la participation du groupe minoritaire et renforçait corrélativement la participation des majoritaires, sans que la cession de la participation ait été négociée (Cass., 1^{ère} civ., n°1557P, 16 Déc. 1992 – SA Financière Hottinguer et autre c/ J. Ph. Hottinguer et autres).

Les recours des actionnaires minoritaires contre cette opération de capital sont également liés à d'autres facteurs. La coalition de contrôle peut décider de supprimer les droits préférentiels de souscription, comme ce fût le cas pour la société L'Amy : en l'espèce, l'annulation des droits préférentiels de souscription lors d'une opération du type

« coup d'accordéon » ne permettait pas aux actionnaires minoritaires « historiques » de bénéficier des bénéfices futurs.

En outre, la détention d'un seuil élevé de capital peut inciter la coalition de contrôle à organiser le retrait des actionnaires minoritaires aux coûts les plus avantageux⁸⁰. Cette motivation sera d'autant plus forte que les droits des actionnaires minoritaires seront renforcés (G. Charreaux, 1997b, p. 498). Ainsi, par crainte des coûts générés par d'éventuels procès, la coalition de contrôle choisira de racheter les parts détenues par les minoritaires. D'où, les évolutions législatives en matière d'OPA et les précisions données par la jurisprudence sur les conditions d'application et de calcul de prix de certaines opérations de restructuration. Lors de son analyse univariée, S. Onnée (1998, p. 101) conclut que l'un des déterminants du retrait volontaire est « d'évincer les minoritaires et non de les faire participer à la vie du groupe, notamment en leur offrant des titres de la maison mère : seuls 20 % des retraits ont fait, en effet, l'objet d'un rachat en titres ». Le retrait permet alors d'éliminer des actionnaires minoritaires « gênants ». Toutefois, l'analyse multivariée montre que ce facteur ne constitue pas une réelle motivation au retrait, la motivation première du dirigeant est de se soustraire à la surveillance des mécanismes de gouvernement d'entreprise.

Les diverses opérations de concentration du capital sont l'une des stratégies de neutralisation de la coalition de contrôle. Elles ont pour objectif de rassembler la majorité du capital dans les mains de la coalition de contrôle. Plus cette dernière détiendra de capital, plus l'influence latente des actionnaires minoritaires sera diluée et moins leur participation sera liquide. D'où les contestations ponctuelles des actionnaires minoritaires lors des opérations de restructuration qui craignent pour leur possibilité d'exercer leur droit de retrait. Nous énonçons donc les hypothèses suivantes :

Plus le capital est concentré, plus le risque d'expropriation des actionnaires minoritaires et le risque de dilution de leurs droits décisionnels résiduels seront forts et plus forte sera aussi la motivation des actionnaires minoritaires à devenir actifs pour obtenir une prime de sortie.

⁸⁰ Cf. le problème de l'évaluation multicritères des offres publiques de retrait suivie d'un retrait obligatoire (partie 1, chapitre 3, paragraphe 1. 1. 2.).

Hypothèse 8 : Il existe un lien positif entre la concentration du capital et la probabilité que l'entreprise soit sujette à un activisme des actionnaires minoritaires.

Hypothèse 9 : Il existe un lien négatif entre la liquidité des titres et la probabilité que l'entreprise soit sujette à un activisme des actionnaires minoritaires.

Hypothèse 10a : Il existe un lien positif entre le taux de participation de la coalition de contrôle et la probabilité que l'entreprise soit sujette à un activisme des actionnaires minoritaires.

Nous supposons que la détention de certains seuils stratégiques par la coalition de contrôle caractérise la stratégie de neutralisation des mécanismes externes de gouvernement des entreprises. Cependant, une détention élevée du capital ne signifie pas que la détention des droits décisionnels résiduels sera équivalente du fait de l'existence de valeurs mobilières dissociant l'exercice du droit de vote de la détention des actions. Analysons, par conséquent, la structure de l'actionnariat des entreprises visées et les autres techniques de concentration du pouvoir.

1. 2. La constitution d'une coalition de contrôle

La stratégie de la coalition de contrôle peut être soumise à la critique de certaines catégories d'actionnaires. Les actionnaires institutionnels et financiers qualifiés d'actionnaires « actifs » (A. Agrawal et G. Mandelker, 1990) peuvent louer les services d'experts en gestion de portefeuille pour assurer une meilleure rémunération de leurs placements. En effet, de mauvaises performances de leurs investissements peuvent compromettre leur réputation et leur rentabilité. La pression de ces actionnaires minoritaires s'exerce par différents moyens consensuels (activités de négociation) ou répressifs (activités de médiatisation qui ont souvent un impact négatif sur la réputation du dirigeant de l'entreprise visée et sur l'évolution de son cours boursier). Ainsi, ces investisseurs ont « le pouvoir de contraindre certains choix décisionnels » (R. S. Chaganti et F. Damanpour, 1991, p. 480). Cependant, l'exercice de cette fonction de contrôle latente est lié à l'existence ou non de contrats implicites avec la coalition de contrôle.

Une coalition de contrôle cherchant à neutraliser les mécanismes de surveillance choisira d'affilier certaines catégories d'actionnaires à sa coalition (H. Sherman et *al.*, 1998, et R. Kochar et P. David, 1996). Les affaires Eurotunnel et Euro Disney sont une bonne illustration du rôle joué par les actionnaires financiers lorsque des entreprises

rencontrent des difficultés financières. Ces derniers ont utilisé leur information privilégiée avec la coalition de contrôle pour spéculer sur les titres et s'approprier une partie de la richesse créée au détriment des actionnaires minoritaires (L. Anthony et R. Nekkaz, 1997). Les banques favorisent, en effet, le « partage privé » de l'information (C. Nobes, 1988). Ces relations d'actionnaire et de partenaire de la firme cliente leur permettent de contrôler l'utilisation des fonds prêtés en participant au processus décisionnel de la coalition de contrôle (M. Nekhili, 1997, p. 336). Dans une étude de cas sur « une bataille de procuration » au sein de l'entreprise Honeywell, K. Van Nuys (1993) souligne que les *trusts* bancaires et les compagnies d'assurance soutiennent la coalition de contrôle en approuvant les résolutions anti-OPA proposées par cette dernière. J. E. Stiglitz (1985) oppose une conception différente. Au contraire, la banque a la capacité, du fait de ses statuts de partenaire et d'actionnaire, d'internaliser les conflits d'intérêts entre actionnaires et créanciers. L'intensité de son contrôle est alors fonction du montant des fonds prêtés. Elle est également discrète et non publique. D'où l'hypothèse suivante :

Hypothèse 10b : Il existe une relation positive entre le taux de participation des actionnaires financiers et la probabilité d'activisme des autres catégories d'actionnaires minoritaires.

L'affiliation des actionnaires financiers à la coalition de contrôle annihile leur fonction de contrôle et, par conséquent, leur capacité à internaliser les conflits d'intérêts. Dès lors, cette alliance motive les autres catégories d'actionnaires minoritaires à devenir vigilants concernant les décisions prises par cette coalition. Ils deviennent « activistes » si la stratégie de cette coalition de contrôle est une stratégie de neutralisation de leur fonction de « prise de parole » et de retrait.

Par ailleurs, une coalition de contrôle, poursuivant une stratégie de neutralisation, offrira également aux actionnaires-salariés des contrats implicites sous la forme d'avantages directs (sursalaires, promotions, maintien de leur emploi, diminution du risque de licenciement dans le cas d'une offre publique,...). Ainsi, « une collusion entre employés-actionnaires et dirigeants peut nuire au contrôle externe par le marché des prises de contrôle et par le marché du travail lorsque les premiers, affiliés aux seconds, renoncent à apporter leurs titres à l'offre publique visant à sanctionner la gestion inefficente de la

firme » (Ph. Desbrières, 1997a, p. 408). L'hypothèse suivante teste cette possibilité d'affiliation des actionnaires-salariés à la coalition de contrôle.

Hypothèse 10c : Il existe une relation positive entre le taux de participation des actionnaires salariés et la probabilité d'activisme des autres catégories d'actionnaires minoritaires.

Selon les études empiriques américaines, le pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels serait également l'une des variables significatives de l'activisme des actionnaires. M. P. Smith (1996, p. 229) suppose que si les investisseurs institutionnels agissent comme des détenteurs de blocs d'actions indépendants alors, on devrait trouver une relation positive entre la probabilité que l'entreprise fasse l'objet d'activisme et le pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels. Si, au contraire, ils agissent comme des détenteurs de blocs d'actions affiliés, la relation sera négative (J. Pound, 1988). En effet, leur activisme est fonction des liens d'affaires qu'ils entretiennent avec la coalition de contrôle. Lors de l'OPR lancée par Havas sur sa filiale Avenir-Havas-Média (AHM), Gérard Augustin Normand, président de la société de Bourse Richelieu Finance a contesté le prix de l'OPR. En l'espèce, il avait contacté un gestionnaire de fonds, filiale de la Société Générale, actionnaire comme lui d'AHM. Ce dernier n'a pu le suivre car c'est la Société Générale qui présentait l'offre d'OPR initiée par Havas.

Un autre cas significatif est celui de Pinault-Printemps. Un gestionnaire mécontent de la parité de fusion retenue est resté passif car il avait des relations d'affaires avec la société. En effet, si on suppose que l'activisme est un mécanisme alternatif de surveillance à celui du marché des prises de contrôle, on devrait trouver des variables explicatives identiques.

A. Shleifer et R. Vishny (1986) déterminent un lien positif entre les détenteurs externes de blocs d'actions et la probabilité que l'entreprise fasse l'objet d'une prise de contrôle. A. Shivdasani (1993) trouve une relation positive entre les détenteurs de ces blocs non affiliés à la direction et la probabilité d'une tentative de prise de contrôle. Comme le note J. Pound (1992), les actionnaires institutionnels ont intérêt à superviser les dirigeants et à intervenir activement compte tenu de la faible liquidité sur le marché des titres

provoquée par la concentration de l'actionnariat. Ils sont donc incités à exercer leur fonction de contrôle latent pour plusieurs raisons : premièrement, ils sont plus enclins à découvrir les motivations réelles du dirigeant qui adopte des amendements anti-OPA car ils disposent de moyens plus importants que les actionnaires individuels pour obtenir et traiter l'information nécessaire à leur activisme, deuxièmement, ils ne peuvent pas se retirer de la société sans subir de pertes importantes. Cet intérêt des actionnaires institutionnels sur les décisions prises par la coalition de contrôle a pour conséquence de tranquilliser les actionnaires minoritaires. D'où l'hypothèse suivante :

Hypothèse 10d : Il existe une relation négative entre le taux de participation des actionnaires institutionnels et la probabilité d'activisme des actionnaires minoritaires.

Toutefois, pour le cas français, H. Alexandre et M. Paquerot (2000, p. 23) trouvent que les actionnaires institutionnels et financiers « se contentent d'une rentabilité minimum et ne cherchent en aucun cas à contraindre l'équipe dirigeante à maximiser la valeur de l'entreprise ». On peut, en effet, supposer qu'il existe un seuil plancher de rentabilité financière incitant ces actionnaires à exercer une influence latente.

La capacité des actionnaires minoritaires à influencer, seuls ou dans le cadre d'une coalition, les décisions prises en assemblée générale ou les modalités des offres de restructuration dépend de leur taux de participation dans le capital. Mais, l'existence de clauses statutaires ou extrastatutaires proposées par la coalition de contrôle peut annihiler l'exercice de leurs droits de vote.

2. Les techniques d'ingénierie et l'activisme

La coalition de contrôle utilisera des techniques supplémentaires pour acquérir ou conserver le contrôle de l'entreprise alors que sa participation en fonds propres ne lui en donne pas *a priori* les moyens (Ph. Desbrières, 1997b). Pourquoi les actionnaires minoritaires s'opposent-ils à l'adoption de ces résolutions d'actionnaires ? Quels peuvent être les effets de ces résolutions sur la richesse des actionnaires ? Est-ce que toutes les mesures utilisées sont perçues comme défavorables par les actionnaires minoritaires ?

Afin de répondre à ces interrogations, nous déterminerons dans un premier temps quels sont les effets des mesures anti-OPA sur la richesse des actionnaires par un panorama des recherches empiriques effectuées sur ce thème (2.1.), pour ensuite, étudier plus spécifiquement les clauses statutaires et extrastatutaires qu'utilise la coalition de contrôle (2.2.)

2.1. Les effets des mesures anti-OPA sur la richesse des actionnaires : un panorama des recherches empiriques

L'impact des mesures anti-OPA sur la richesse des actionnaires a fait l'objet de nombreuses études empiriques dont les résultats sont contradictoires. Certains supposent que ces mesures sont bénéfiques pour les actionnaires puisqu'elles permettent un alignement des intérêts de ces derniers avec ceux du dirigeant (E. Berkovitch et *al.*, 1989 ; E. Berkovitch et N. Khanna, 1990). Ces amendements, en diminuant le risque d'éviction du dirigeant, encouragent sa vision de long terme et renforcent son pouvoir de négociation en cas de proposition d'acquisition. D'autres, au contraire, supposent que l'adoption de ces mesures fait partie de la stratégie d'enracinement du dirigeant (G. Jarrell et A. Poulsen, 1987) dont l'objectif essentiel est d'éviter la sanction du marché financier. La plupart des études empiriques mesurant l'effet de ces amendements corroborent l'hypothèse d'enracinement comme nous le montre le tableau ci-dessous.

Tableau II.1 : Un résumé des résultats empiriques mesurant l'effet des amendements anti-OPA sur la richesse des actionnaires

Auteurs	Echantillon	Amendements	Fenêtre d'événement	Réaction boursière (%)
A. Agrawal et C. R. Mandelker (1990) <i>Hypothèse d'enracinement corroborée</i>	365 amendements (1979 – 1985)	Clauses limitant la représentation au CA (<i>classified board</i> ⁸¹) Clauses de supermajorité ⁸²	(- 40, +1)	- 2,60
H. DeAngelo et E. M. Rice (1983)	100 amendements (1974 – 1979)	<i>Classified board</i> Clauses de supermajorité	(- 40, + 10)	- 0,55
G. Jarrell et A. Poulsen (1987)	649 amendements (1979 – 1985)	<i>Fair Price</i> ⁸³ <i>Classified board</i> Clauses de supermajorité	(- 20, + 10) (- 20, + 10) (- 20, + 10)	- 0, 65 - 1, 29 - 4, 92
M. T. Mahoney et J. T. Mahoney (1993) <i>Hypothèse d'enracinement corroborée</i>	409 amendements (1974 – 1988)	<i>Classified board</i> Clauses de supermajorité	(- 50, + 10)	- 1,6
M. T. Mahoney, C. Sundaramurthy, J. T. Mahoney (1996) <i>Hypothèse d'enracinement corroborée</i>	486 amendements (1984 – 1988)	20 clauses de supermajorité 106 <i>Classified board</i> 110 <i>Fair Price</i> 21 clauses de droits de vote limités 193 pilules empoisonnées 33 clauses anti- <i>greenmail</i> ⁸⁴	(- 50, + 5) (- 50, + 5)	- 0, 42 - 0, 54 - 2, 12 - 1, 81 - 2, 60 - 1, 19

Les chiffres en gras sont les variables qui sont statistiquement significatives.

D'après J. Pound (1987), l'adoption de mesures anti-OPA réduit la probabilité pour une entreprise de recevoir des offres de prise de contrôle. Il montre que ces offres chutent de 27 % pour les firmes ayant adopté ces clauses. D'après les études empiriques menées sur ce sujet, l'adoption de ces mesures dans les statuts des sociétés a pour conséquence une diminution significative de la richesse des actionnaires (H. DeAngelo et E. M. Rice, 1983 ; S. C. Linn et J.J. McConnell, 1983 ; G. Jarrell et A. Poulsen, 1987). P. H. Malatesta et R.

⁸¹ Les *classified board* sont des clauses qui consistent à empêcher l'acquéreur de disposer immédiatement de la majorité du capital au conseil d'administration.

⁸² Les clauses de supermajorité utilisées aux Etats Unis permettent de requérir 66 % voire 99 % des droits de vote pour un changement de contrôle.

⁸³ Les *fair price provisions* sont des amendements qui obligent l'initiateur d'une OPA à proposer aux minoritaires qui n'auraient pas apporté leurs titres à l'offre un prix identique à celui prévalant pendant l'OPA. Contrairement à la France où depuis 1992 une OPA doit être lancée sur 100 % du capital, aux Etats Unis une OPA partielle est possible.

⁸⁴ La défense *greenmail* consiste pour la cible à proposer un rachat de titres à l'initiateur de l'offre ce qui lui permet de réaliser une plus-value immédiate contre l'abandon de l'offre.

A. Walking (1988) et M. Ryngaert (1988) trouvent une diminution de richesse statistiquement significative lorsque l'entreprise adopte des « pilules empoisonnées ». A. Agrawal et G. Mandelker (1990) et S. Bhagat et R. Jefferis (1991) étudient l'adoption de plusieurs amendements anti-OPA sur la richesse des actionnaires. Ils déterminent également une relation négative statistiquement significative. M. J. Mahoney et J. T. Mahoney (1993) divisent leur échantillon en deux périodes. Ils distinguent les amendements adoptés avant et après 1980. Cette distinction leur permettra de constater que les clauses adoptées pendant les années 1970 n'ont pas d'impact sur la richesse des actionnaires contrairement à celles incluses dans les statuts à partir de 1980. Cette tendance est liée à la présence de plus en plus importante des investisseurs institutionnels dans le capital des sociétés américaines. Comme le note J. Pound (1992), les détenteurs de blocs (notamment les investisseurs institutionnels) ont intérêt à contrôler les dirigeants et à intervenir activement compte tenu de la faible liquidité des titres provoquée par la concentration de l'actionnariat.

Cependant, ces études empiriques ont été critiquées par C. Sundaramurthy (1996) pour trois raisons. Non seulement, il est difficile de déterminer le sens du lien causal entre la richesse des actionnaires et ces amendements, mais aussi, la plupart des études menées portent sur les effets d'une seule clause anti-OPA. Enfin, elles ne prennent en compte que les clauses qui n'ont pas besoin de l'approbation des actionnaires telles que les « pilules empoisonnées » (J. Pound, 1989). En France, la clause statutaire limitant le nombre de voix a été notamment adoptée par Lafarge-Coppée, par la CGE (actuellement Alcatel Alsthom) et par Nestlé, en 1989, et par BSN, en 1992. Certaines de ces adoptions qui ont eu pour conséquence de renforcer le pouvoir de la coalition de contrôle ont été contestées par les minoritaires.

2. 2. Les clauses statutaires et extrastatutaires

Les mesures anti-OPA peuvent être de plusieurs types : les techniques d'encadrement de l'exercice du droit de vote, l'émission de valeurs complexes, l'adoption de certaines formes juridiques telles que les sociétés holding ou les sociétés en commandite par actions, les clauses limitant le pouvoir d'éventuels arrivants au sein du conseil d'administration et les « parachutes dorés ».

2. 2. 1. Les techniques d'encadrement de l'exercice du droit de vote

Ces techniques reposent sur le démembrement des actions. Leur finalité est de permettre le maintien du contrôle par l'actionnaire de référence sur l'entreprise et la prévention de toute dilution du pouvoir de gestion de l'équipe de direction par une modification géographique du capital.

L'attribution des droits de vote double favorise la concentration du pouvoir entre les mains d'actionnaires coalisés. Ce droit sert à récompenser les actionnaires fidèles ou à créer un noyau dur et stable. Ces actions sont accordées aux actionnaires détenant depuis deux ans des actions nominatives entièrement libérées.

La limitation du nombre de voix aux assemblées appelée aussi « pilule empoisonnée » permet à la coalition de contrôle en place de limiter l'influence des gros porteurs d'actions en assemblée générale. Elle limite le nombre maximal de voix dont jouissent les actionnaires. L'article 177 de la Loi de 1966 (désormais, art. L. 225-125 du Code de commerce) dispose que « les statuts peuvent limiter le nombre de voix dont chaque actionnaire dispose dans les assemblées, sous la condition que cette limitation soit imposée à toutes les actions, sans distinction de catégorie, autres que les actions à dividende prioritaire sans droit de vote ».

Lors de son assemblée générale ordinaire annuelle du 31 mai 1995, Total-Fina-Elf a notamment soumis au vote des actionnaires les résolutions suivantes : droits de vote double aux actionnaires inscrits au nominatif depuis trois ans et le plafonnement des droits de vote à 10 % par actionnaire (20 % en cas d'exercice du droit de vote double). Ces « pilules empoisonnées » ont été refusées. La limitation rétroactive des droits de vote reste une source importante des conflits entre catégories d'investisseurs (Ph. Desbrières, 1997b, p. 311). En 1992, BSN a limité ses droits de vote à 6 % (ou 12 % au titre des droits de vote double), quel que soit le pourcentage du capital détenu. L'actionnaire retrouve la totalité de ses droits de vote s'il détient 67 % des actions, mais avec 66 % des actions, l'investisseur reste plafonné à 6 % ou 12 % des droits de vote. Dans le cas de BSN, le public détenait en 1992 67,09 % des actions et 61,14 % des voix. Un acquéreur éventuel ne pouvait donc pas rendre cette « pilule empoisonnée » inapplicable (67 % des droits de vote étaient nécessaires) et réussir ainsi sa tentative de prise de contrôle.

On constate qu' en France les actionnaires minoritaires mènent très peu d'actions collectives contre l'adoption de la clause dite de « pilule empoisonnée » dans les statuts.

Dans notre échantillon, prenant en compte les cas de contestations de 1989 à 2000, seules trois entreprises BSN (1992), Elf Aquitaine (1995) et Schneider (1995) ont fait l'objet de la dissidence des minoritaires lorsque les droits de vote ont été limités. Toutefois, de nombreuses études empiriques ont démontré que ces clauses avaient des effets négatifs sur la richesse des actionnaires, puisqu'elles permettent à la coalition au pouvoir de ne pas être sanctionnée par le marché financier.

Plusieurs raisons peuvent permettre d'expliquer le comportement « passif » des actionnaires minoritaires. Premièrement, « les limitations de droits de vote adoptées par les sociétés précitées n'interdisent pas en pratique les prises de contrôle. L'objectif principal est qu'elles ne soient plus opérables par surprise » (Ph. Desbrières, 1997b). Deuxièmement, la présence de ces clauses dans les statuts de la société permet aux actionnaires, lorsqu'une prise de contrôle a lieu, de négocier une prime de sortie plus importante (J. F. Cotter, A. Shivdasani et M. Zenner, 1997). Enfin, les « pilules empoisonnées » incluses dans les statuts ne semblent pas être perçues par les minoritaires comme contraire à leurs intérêts.

En effet, la limitation des droits de vote peut suivre trois modalités. Les deux premières méthodes procèdent par réduction des droits de vote exerçables en assemblée générale par les plus « gros » actionnaires : le pouvoir des petits est renforcé par la réduction du pouvoir des grands. La troisième méthode permet de redistribuer le pouvoir au profit des petits, mais sans que le pouvoir des grands tombe en dessous de leur participation en capital (cas de Lafarge) (L. Batsch, 1999, p. 205).

Ces clauses peuvent protéger les actionnaires minoritaires, qui collectivement font contre-poids à quelques grands actionnaires. C'est le cas quand ils confient leurs mandats aux administrateurs en place pour s'opposer à une opération de prise de contrôle. Toutefois, leur influence est conditionnée à la mise en place d'une action collective. Selon A. Agrawal et C. R. Knoeber (1996), l'adoption de cette mesure permet d'établir entre les dirigeants et les actionnaires un contrat de long terme alignant ainsi leurs intérêts. Une certaine latitude est laissée aux dirigeants pour gérer les sociétés au mieux des intérêts de l'ensemble des *stakeholders*. Quoiqu'elle puisse être motivée par un louable souci des intérêts des actionnaires minoritaires, la limitation des droits de vote n'en reste pas moins un outil de verrouillage du capital limitant les tentatives de prise de contrôle par un assaillant externe.

Il existe d'autres techniques. Les actions sans droit de vote sont les certificats d'investissement (CI) donnant droit au revenu et les actions à dividende prioritaire sans droit de vote (ADPSDV). Ici encore, l'entreprise peut augmenter ses ressources sans perdre le contrôle ou au moins retarder le partage du contrôle. « Ce report est notable, car en cumulant dans le temps ce droit double, CI et ADP, on diffère l'exercice du droit de participer aux assemblées générales » (G. Van Loye, 1998, p. 128). G. Jarrell et A. Poulsen (1988) ont mesuré l'impact de 94 *dual class recapitalization* sur la richesse des actionnaires durant la période de 1976 à 1986.

Cette pratique consiste à échanger des actions ordinaires contre des actions sans droit de vote à dividende majoré. Or, d'après leur étude empirique, on remarque un effet négatif sur la richesse des actionnaires suite à l'adoption de ces clauses. Mais, comme le souligne Ph. Desbrières (1997b), le recours aux ADPSDV et aux CI est assez contraignant. L'émission de CI n'est prévue que lors d'une augmentation de capital ou par fractionnement d'actions existantes. Les ADPSDV sont émises dans les sociétés ayant réalisées des bénéfices distribuables au cours des deux derniers exercices. En outre, l'utilisation de ces actions hybrides comme outil de concentration du pouvoir est limitée (ils ne doivent représenter chacun qu'un quart du capital social). Il semble que les dirigeants qui souhaitent concentrer la majorité des droits de vote entre leurs mains ont davantage intérêt à transformer leur société en société en commandite par actions (SCA).

2. 2. 2. Le choix de la forme juridique : les sociétés en commandite par actions et les sociétés holding

La SCA présente l'avantage d'être une arme anti-OPA efficace. Un assaillant ne pourra devenir que commanditaire et ne pourra donc pas révoquer la gérance commanditée formée de dirigeants minoritaires. En effet, seules les parts des commanditaires sont cessibles et négociables (Ph. Desbrières, 1997b, p. 308). L'assaillant ne pourra devenir que simple commanditaire et ne pourra pas révoquer le gérant commandité si une révocation à l'unanimité des associés, y compris le(s) gérant(s) commandité(s), a été prévue. Ce pouvoir a une contrepartie : les commandités sont indéfiniment et solidairement responsables du passif social. Cette contrepartie est rendue inefficace lorsque les gérants commandités nommés sont des personnes morales dont les associés (l'équipe de direction) ont une responsabilité limitée. Tous ces éléments expliquent le mécontentement des actionnaires à l'égard de ces sociétés en commandite par actions. L'Office Commercial Pharmaceutique

(OCP), société anonyme cotée, était le premier répartiteur français qui pour contrer une OPA inamicale avait donné un statut de SCA à ses deux principales filiales (la SCA France répartition et la SCA Euro Santé et Cie), avant de se transformer en Holding. L'utilisation de cette clause anti-OPA avait été contestée par les actionnaires. En 1993, au terme d'une OPA amicale et néanmoins mouvementée, le répartiteur allemand Gehe en prendra finalement le contrôle. Pour les mêmes motifs, l'ADAM a remis en cause la responsabilité d'Euro Disney dans le cas d'un montage financier complexe associant une cascade de sociétés dont une société en commandite.

La cascade de holding permet également d'exercer le contrôle majoritaire. J. Maati (1999, p. 238) montre que la création de cascades de holdings favorise la scission de la population d'actionnaires minoritaires et permet l'extraction d'avantages accrus par la coalition de contrôle. Celle-ci effectuera un transfert de richesse au détriment des actionnaires minoritaires en prélevant une partie des *cash-flows*. Cette appropriation est facilitée par la Loi qui ne favorise pas la défense des intérêts des actionnaires minoritaires dans ce cas particulier.

Lorsque des sociétés mères engagent des frais réels pour leurs filiales (rémunération de la direction générale et/ou des directeurs fonctionnels pour des prestations allant des interventions financières à des réalisations d'audit), des conventions sont conclues entre celles-ci et la société mère pour rémunérer les actionnaires majoritaires, généralement des holdings. Le Tribunal de commerce de Paris a condamné, le 7 mai 1996 une société holding détenant 28 % du capital d'une de ses filiales et 42 % des droits de vote, à lui rembourser 23 millions de francs considérant que « cette rémunération n'est pas la contrepartie de prestations précises » et que « ne s'agissant pas d'une redevance, cette rémunération s'assimile plutôt à un dividende garanti extraordinaire au profit d'un administrateur particulier ». La société holding a perçu 23 millions de francs pour les services rendus par le commissaire aux comptes du holding à sa filiale. Or, un actionnaire de la filiale constate que cette convention a été autorisée après la clôture de l'exercice le jour même de l'établissement du rapport du commissaire aux comptes. La somme versée par la filiale à la société holding était donc dépourvue de toute contrepartie réelle et était en plus dommageable à la filiale.

2. 2. 3. L'émission de valeurs complexes

L'émission d'actions à bons de souscription d'actions (ABSA) ou d'obligations à bons de souscription d'actions (OBSA) sont en fait des armes anti-OPA efficaces lorsque les bons sont en possession d'actionnaires « amis ». Toutefois, le recours à des valeurs mobilières composées peut s'avérer dangereux pour la coalition au pouvoir. On trouve une illustration de ce risque dans l'« affaire LVMH ». En Septembre 1987, les dirigeants de Télémécanique avaient créé une coquille, Cofitel, pour détenir des bons de souscription de la société. En cas d'opération hostile, les bons seraient exercés, ce qui diluerait le capital. Dès le lancement de l'OPA de Schneider, les banques qui détenaient en portage le contrôle de Cofitel l'ont alors revendu au « chevalier blanc » : Framatome. Les tribunaux, trouvant la durée de l'opération suspecte, ont placé les actions et les bons sous séquestre pendant toute la durée de la bataille boursière que Schneider, après plusieurs mois de lutte, a fini par remporter en 1988. Mais, ces bons peuvent être aussi un mécanisme de gouvernement d'entreprise favorisant la réduction des comportements opportunistes de l'équipe de direction actionnaire ou non (Ph. Desbrières, 1997b, p. 325).

D'autres clauses peuvent être introduites dans les statuts afin de limiter les possibilités de nomination au conseil d'administration ou pour modifier les conditions de prise de décisions au sein du conseil. Ces clauses sont de deux types : les clauses d'agrément et les clauses imposant des conditions d'éligibilité particulières. Les premières prévoient que le candidat à un poste d'administrateur devra au préalable avoir été agréé par le conseil d'administration. Les secondes imposent certaines conditions telles que les conditions de nationalité, d'ancienneté, de non-cumul des mandats et de compétence. Ces clauses limitant le pouvoir d'éventuels arrivants au sein du conseil d'administration ont pour finalité de neutraliser les systèmes internes de contrôle tels que le conseil d'administration

Les modèles théoriques de S. J. Grossman et O. D. Hart (1988) et M. Harris et A. Raviv (1988) montrent combien la règle d'un vote par action est socialement optimale dans le sens où elle traite sur un pied d'égalité l'ensemble d'éventuels acquéreurs sur le marché des prises de contrôle et permet l'accession au pouvoir des équipes les plus performantes.

Ainsi, les dispositifs présentés constituent un outil précieux dans la stratégie de la coalition de contrôle néfaste aux intérêts des actionnaires minoritaires. D'où l'hypothèse suivante :

Hypothèse 11 : Il existe une relation positive entre une utilisation unique ou combinée des mesures de protection contre les prises de contrôle adoptées par les entreprises et la probabilité d'activisme des actionnaires minoritaires.

Selon une étude effectuée en 2000 par Déminor, cabinet de consultant et de conseil spécialisé dans le gouvernement d'entreprise en Europe, trente huit pour cent des sociétés françaises ont des moyens de défense « en termes de force d'obstruction face à une offre publique hostile » (*La Tribune-Desfossés*, 13 décembre 2000). Il s'agit dans quatre vingt sept pour cent des cas de la présence d'actionnaires de référence ou d'actionnaires stables et, dans quatre vingt treize pour cent des cas, les entreprises françaises peuvent racheter leurs actions en période d'offre publique. Cette stratégie de neutralisation du marché des prises de contrôle est accompagnée d'une stratégie de neutralisation des mécanismes internes tels que le conseil d'administration ou l'assemblée générale des actionnaires.

Section 3. LA NEUTRALISATION DES MECANISMES INTERNES DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISES

Les actionnaires ont la possibilité de ratifier les décisions stratégiques de la coalition de contrôle en assemblée générale⁸⁵ ou délèguent leur pouvoir au conseil d'administration et aux commissaires aux comptes. Toutefois, la coalition de contrôle possède de nombreux avantages en termes informationnels et en termes de droits de vote pour neutraliser la « prise de parole » des actionnaires minoritaires isolés. Détenant la liste des actionnaires, cette coalition peut mener un ensemble d'activités d'influence (appels téléphoniques, réunions informelles avec une catégorie d'actionnaires) pour obtenir la majorité des votes. Elle peut également favoriser un enracinement informel interne en

⁸⁵ L'activisme peut être, également, analysé comme un mécanisme de contrôle interne venant se substituer à celui des assemblées générales. Une coalition de contrôle qui détient la minorité de blocage ou la majorité des droits de votes neutralise, en effet, les assemblées générales et encourage les actionnaires minoritaires mécontents à mettre en place d'autres formes alternatives de surveillance telles que la procédure judiciaire. Nous n'avons pas émis d'hypothèses, dans ce cas, puisque nous avons eu rarement l'information sur le pourcentage de droits de vote détenu par la coalition de contrôle.

nouant des alliances avec un ou plusieurs groupes d'actionnaires significatifs en cumulant des mandats de PDG et d'administrateurs (M. Paquerot, 1997). La coalition de contrôle peut également mettre en place un processus de connexions de conseils d'administration (J. P. Pichard-Stamford, 2000). Ainsi, sa stratégie de neutralisation peut être caractérisée par la nomination d'administrateurs affiliés (1.) et par la paralysie des autres mécanismes de surveillance tels que les commissaires aux comptes (2.).

1. La composition du conseil d'administration et l'activisme

Certaines entreprises françaises telles que Pinault-Printemps-La Redoute ont vu, lors d'opérations de restructuration, la responsabilité de leurs administrateurs remise en question. Selon la théorie du gouvernement des entreprises, les actionnaires élisent les administrateurs afin que ces derniers préservent au mieux leurs intérêts. Toutefois, le conseil n'est pas un « agent indépendant nommé par les actionnaires et libre de toutes pressions *managériales* » (V. A. Warther, 1998, p. 54). De nombreuses études empiriques ont traité du problème d'indépendance des membres du conseil d'administration d'après la distinction faite entre administrateurs internes et administrateurs externes. Certains administrateurs ne peuvent exercer leur fonction de surveillance car des phénomènes de collusion avec le management apparaissent. La sélection des administrateurs externes par un comité d'actionnaires peut produire ces problèmes d'entente entre les actionnaires (R. J. Gilson et R. Kraakman, 1991, p.881). La présence d'administrateurs externes réduit ce risque d'affiliation et incite ces derniers à assurer leur rôle de protection des intérêts des actionnaires (E. F. Fama et M. C. Jensen, 1983). Dans ce cas, « leurs intérêts personnels se résument à valoriser leur capital humain, fortement lié à leur rôle d'expert indépendant sur le marché des dirigeants » (L. Godard et A. Schatt, 2000, p. 39). H. Alexandre et M. Paquerot (2000, p. 23) montrent le rôle disciplinaire que peuvent jouer des administrateurs externes, administrateurs institutionnels et financiers. J. A. Grundfest (1993, p. 927) et S. Choï (2000, p. 241) remarquent que les administrateurs externes présentent un comportement différent en fonction des résultats des assemblées générales. La médiatisation d'une assemblée générale mouvementée, qui se caractérise par un vote négatif des administrateurs externes contre les résolutions proposées par la direction, permet à ces derniers d'améliorer leur réputation, mais aussi, d'instaurer avec les actionnaires individuels un dialogue dans le but de diminuer les coûts d'éventuelles actions par les actionnaires minoritaires. V. A. Warther (1998, p. 56) montre ainsi que les

administrateurs dissidents agissent unanimement et exceptionnellement en situation extrême de crise et lorsqu'un seuil plancher d'informations critiques est divulgué. Par conséquent, lorsque la société fait l'objet de poursuites judiciaires, la coalition de contrôle cherchera à s'enraciner en modifiant la composition du conseil d'administration par la révocation des administrateurs externes.

Au-delà du champ littéraire couvrant la contestation des actionnaires, nous nous sommes appuyée sur une littérature non spécifique. Cette dernière analyse les facteurs explicatifs des procédures judiciaires. T. M. Jones (1986) mesure la performance du conseil d'administration par le nombre des litiges judiciaires initiés par les actionnaires. Il constate que les recours judiciaires sont moins nombreux en présence d'administrateurs externes. Quant à I. F. Kesner et R. B. Johnson (1990), ils supposent que le nombre de ces recours judiciaires est lié à l'implication des administrateurs d'une entreprise menant des activités de fusion et d'acquisition. Les variables expliquant le nombre des litiges judiciaires de 1975 à 1986 sont le nombre d'administrateurs internes au sein du conseil d'administration et la performance financière de l'entreprise. Cette dernière variable est non significative et les auteurs n'ont pu déterminer le sens de la causalité entre le nombre des recours judiciaires et la présence d'administrateurs internes au sein du conseil d'administration.

Plusieurs études empiriques ont montré une relation positive entre la forte présence d'administrateurs externes au sein du conseil d'administration et la performance de ces entreprises. Il existe une réaction positive et significative du marché boursier à l'annonce de la nomination d'un administrateur indépendant (S. Rosenstein et J. G. Wyatt, 1990). De même, les conseils d'administration composés de plus de 60 % d'administrateurs non affiliés n'hésitent pas à exercer leur fonction de surveillance en révoquant leur PDG suite à de mauvaises performances financières (M. S. Weisbach, 1988).

La composition du conseil d'administration dépend alors du degré de contrôle de chaque coalition à un moment donné. Par conséquent, un conseil d'administration dominé par des actionnaires externes supposés non affiliés à la coalition de contrôle permet à celui-ci de s'opposer aux décisions de la direction (L. Godard, 1996). Au contraire, une présence faible des administrateurs externes à ce conseil augmente le risque d'appropriation de rentes par la coalition de contrôle au détriment des actionnaires minoritaires qui seront

alors incités à exercer leur fonction de contrôle latent au moyen d'un processus d'activisme. En effet, une coalition de contrôle, qui cherche à neutraliser le conseil d'administration, nommera des administrateurs « amis » avec lesquels ils entretiennent des relations d'affaires ou encore, des cadres ou des salariés qui dépendent hiérarchiquement d'eux (B. E. Hermalin et M. S. Weisbach, 1996). D'où les hypothèses suivantes :

Hypothèse 12a : Une relation positive existe entre le nombre d'administrateurs internes au conseil d'administration et la probabilité d'activisme des actionnaires minoritaires.

Hypothèse 12b : Une relation négative existe entre le nombre d'administrateurs externes et la probabilité d'activisme par des actionnaires minoritaires.

La coalition de contrôle peut également neutraliser ce système spécifique de nature intentionnelle aux moyens des participations croisées, de cumul de mandats et de réseaux relationnels informels. Cependant, ces réseaux favorisent la circulation d'informations, la légitimité des opérations de restructuration et ne nuisent pas aux performances comptables et boursières de la firme (J. P. Pichard-Stamford, 2000, p. 167).

Les actionnaires peuvent également déléguer leur fonction de contrôle à d'autres mécanismes internes spécifiques de nature intentionnelle tels que les comités spécialisés d'actionnaires, de rémunération, d'éthique ou d'audit. Des actionnaires minoritaires qui s'interrogent alors sur l'évaluation de certaines décisions stratégiques ou financières prises par la coalition de contrôle peuvent être informés par ces différents comités. Ce contrôle de l'information financière analysée dans le premier paragraphe par des mécanismes alternatifs de gouvernement a été pris en considération lors de l'analyse de la stratégie informationnelle⁸⁶ de la coalition de contrôle.

2. L'affiliation des commissaires aux comptes

La mission principale des commissaires aux comptes d'une société est de contrôler l'information financière publiée par les sociétés conformément à la Loi et à leur statut (comptes annuels ou périodiques, prospectus, document de référence,...). Ils ont pour objectif d'accroître la confiance des investisseurs dans l'information financière délivrée.

⁸⁶ Cf. section 1 de ce chapitre.

Le travail du commissaire aux comptes s'adresse avant tout aux partenaires de la société (actionnaires minoritaires, salariés,...). En outre, pour les sociétés faisant publiquement appel à l'épargne, le contrôle effectué par le commissaire aux comptes bénéficiera à un large public allant du particulier aux analystes financiers. A ce titre, il est donc exigé de la part du commissaire aux comptes compétence et diligence nécessaires à l'exercice de sa fonction, mais aussi un comportement indépendant⁸⁷ vis-à-vis de la société qu'il contrôle. Cependant, ces principes ne sont pas toujours respectés. Malheureusement, on peut constater que cette indépendance est difficilement applicable et que des affiliations avec la coalition de contrôle vont se créer.

Le pouvoir discrétionnaire des entreprises en matière de choix comptables (référentiels et méthodes comptables) et les liens financiers entre le cabinet du commissaire aux comptes et son client ne lui permet d'exercer sa fonction en toute indépendance (G. Broye, 1998, p. 48). La pression qu'il subit pourra être exacerbée dans le cas où le commissaire aux comptes appartient à un même réseau de cabinets de services et de conseils. De plus, il existe un risque pour le commissaire aux comptes de ne pas voir son mandat renouvelé s'il résiste aux pressions de la coalition de contrôle. Dans l'« affaire du Comptoir des Entrepreneurs », les commissaires aux comptes Guérard Viala et Posokhow furent remerciés à l'issue de leur mandat suite à leur refus de certifier les comptes de l'année 1991 car le PDG avait refusé d'effectuer des provisions supplémentaires.

Dans une étude portant sur les rapports des commissaires aux comptes et notamment sur les rapports relatifs aux conventions réglementées, A. Géniteau (1999) indique que le contenu informatif de ces rapports sont pauvres et qu'ils ne réduisent pas le problème d'asymétrie informationnelle des actionnaires minoritaires. Les résultats de cette étude, confirmés par celle de N. Gonthier (1996), mettent en évidence que les rapports

⁸⁷ En France, l'indépendance du commissaire aux comptes fait l'objet d'une disposition légale définie par l'article L. 225-222 du Code de commerce (anciennement L. 219-3 de la Loi du 24 juillet 1966) qui dispose que « les fonctions de commissaire aux comptes sont incompatibles avec toute activité ou tout acte de nature à porter atteinte à son indépendance ». Selon ce principe, « les fonctions de commissaires aux comptes sont incompatibles :

- avec toute activité ou tout acte de nature à porter atteinte à son indépendance ;
- avec tout emploi salarié ;
- avec toute activité commerciale, qu'elle soit exercée directement ou par personne interposée ».

L'article L. 225-224 4° du Code de commerce (anciennement L. 220-4°) réaffirme le principe de l'exclusivité de la mission du commissaire aux comptes : « ne peuvent être commissaires aux comptes d'une société... » ... « les personnes qui directement ou indirectement ou par personne interposée reçoivent... de la société... un salaire ou une rémunération quelconque à raison d'une autre activité que celle du commissaire aux comptes ».

spéciaux permettent à l'actionnaire de se forger une opinion sur l'intérêt des conclusions des conventions et de l'exprimer par son vote (A. Géniteau, 1999, p. 9). Or, en pratique, on constate d'une part que le rapport ne rend compte ni des conventions de l'année ni de l'exécution de celles conclues dans les années précédentes (affaires Filipacchi Médias et Au Bon Marché). D'autre part, leur omission délibérée permet à la coalition de contrôle de cacher l'existence de sociétés filiales non mentionnées dans le rapport de gestion du conseil d'administration et de ne pas mentionner les modalités des opérations de restructuration juridique, d'acquisitions ou de cessions à des prix avantageux (« affaire Cerus », 1997). L'« affaire du Comptoir des Entrepreneurs » révèle que la restructuration financière de cette société n'a été révélée ni dans son rapport spécial ni dans celui des A.G.F., qui avait pourtant participé à cette restructuration avec le Crédit Foncier. En outre, ces trois sociétés avaient des administrateurs communs et le même commissaire aux comptes pour le Comptoir des Entrepreneurs et le Crédit Foncier (A. Géniteau, p. 11).

Les actionnaires minoritaires, qui délèguent leur fonction de contrôle aux administrateurs et aux commissaires aux comptes, seront incités à exercer directement leurs droits s'ils ont connaissance de l'affiliation de ces acteurs à la coalition de contrôle. Le risque de collusion entre ces différentes parties prenantes motivera les actionnaires minoritaires à demander une information complémentaire soumise au contrôle d'un expert indépendant. D'où l'hypothèse suivante :

<p>Hypothèse 13 : Il existe une relation négative entre l'indépendance des commissaires aux comptes et la probabilité d'activisme des actionnaires minoritaires.</p>

Conclusion

Le comportement actif de la coalition de contrôle a pour objectif d'augmenter son espace discrétionnaire aux moyens de mesures visant à :

- augmenter l'asymétrie informationnelle des actionnaires minoritaires ;
- neutraliser les mécanismes internes et externes de gouvernement des entreprises ;
- s'approprier une partie de la richesse créée au détriment des actionnaires minoritaires.

La coalition de contrôle mène une stratégie informationnelle afin de réduire la lisibilité de ses choix de financement et d'investissement. A cette fin, elle dispose de plusieurs moyens, soit elle choisira d'émettre des documents d'une qualité médiocre en manipulant les données comptables, soit elle investira dans des actifs idiosyncratiques difficiles à contrôler. L'opacité de l'information ainsi transmise lui offre l'opportunité de s'approprier une partie de la rente organisationnelle (politique de rémunération avantageuse) au détriment des actionnaires minoritaires.

La stratégie de neutralisation des mécanismes externes se traduit par une participation financière élevée de la coalition de contrôle et par l'utilisation de techniques d'ingénierie pour renforcer son degré de contrôle fonction de sa participation financière, de sa capacité à collecter l'information et à s'allier à d'autres parties prenantes (actionnaires financiers, actionnaires salariés,...) (J. Zwiebel, 1995, p. 162).

La stratégie de neutralisation des mécanismes internes se caractérise par la mise en place de contrats implicites avec les administrateurs et les commissaires aux comptes afin de réduire leur indépendance vis à vis de la coalition de contrôle.

Ce comportement actif a des effets négatifs sur la capacité des actionnaires minoritaires à intervenir ponctuellement sur les décisions d'investissement, de financement ou stratégiques. Cette impossibilité d'exercer une stratégie de retrait ou d'influence peut avoir pour conséquence une diminution de leur richesse. L'évaluation des conséquences de ces stratégies sur leurs portefeuilles et/ou sur leur capacité de contrôle latent incite une minorité d'actionnaires à mettre en place un ensemble d'activités d'influence dont l'objectif final est la réussite de ce processus d'activisme.

Chapitre 2.

Le comportement actif de la coalition minoritaire dissidente et le succès de l'activisme

Après évaluation des coûts et des gains d'activisme et de sa probabilité de succès, une coalition d'actionnaires minoritaires ou un actionnaire individuel prend la décision de mener un ensemble d'activités d'influence réunissant les ressources, les capacités et les compétences d'un ensemble d'acteurs plus ou moins actifs.

Plusieurs types d'actionnaires participent à une action collective. La capacité des actionnaires dissidents à mener ces activités d'influence dépend de leur degré d'expertise, de leur degré d'expérience ou de compétence et de leur degré d'indépendance, eux-mêmes fonction du statut de chaque actionnaire minoritaire. Ces activités ont pour finalités de résoudre le problème du « passager clandestin » (*cf.* partie 1, chapitre 2) en encourageant les actionnaires minoritaires passifs et actifs à se joindre à une coalition dissidente.

Cependant, la coalition de contrôle va tenter de faire échouer les initiatives de cette minorité en usant également de ses activités d'influence.

Aussi, afin de proposer un modèle explicatif du succès de l'activisme, nous analysons la composition de la coalition dissidente (section 1) avant de définir ses activités d'influence (section 2).

Section 1. LA COMPOSITION DE LA COALITION D'ACTIONNAIRES MINORITAIRES ACTIFS

Les objectifs d'activisme des actionnaires minoritaires sont variés. Ils cherchent à :

- contraindre la coalition de contrôle afin d'annuler ou d'adopter des clauses statutaires ;
- critiquer les décisions d'investissement, la structure de financement, la politique de dividendes ainsi que les grandes orientations stratégiques retenues (fusions, OPR suivie d'un RO,...) par la société ;
- dénoncer 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,...

- obtenir le contrôle minoritaire (représentation minoritaire au conseil d'administration) ou majoritaire (acquisition du contrôle permanent) de la société ;
- négocier la mise en place de formes alternatives de surveillance telles que les comités de rémunération, les comités d'actionnaires, les comités d'éthique,...

Dénommés, dans les études empiriques anglo-saxonnes, « *sponsors* » de résolutions (S. Choi, 2000, p. 239) ou actionnaires dissidents (L. A. Gordon et J. Pound, 1993, p. 702), les actionnaires « activistes » sont des blocs minoritaires non contrôlants tels que les actionnaires financiers et les actionnaires institutionnels ou des actionnaires individuels qui peuvent mandater des associations dites « spécialisées » ou qualifiées de « ponctuelles ». Le succès de l'activisme dépendra notamment de leur rôle d'actionnaire « pivot » dans le processus d'activisme (*cf.* partie 1, chapitre 2). Distinguons, par conséquent, le degré d'activisme de chaque catégorie d'actionnaires minoritaires en étudiant les blocs minoritaires non contrôlants (1.) et les actionnaires individuels (2.).

1. Les blocs minoritaires non contrôlants

La coalition dissidente est parfois composée d'actionnaires financiers ou institutionnels qui détiennent une part substantielle du capital de la société. Dans l'« affaire des Nouvelles Galeries », l'actionnaire minoritaire contestataire était le groupe de textile Devanlay. Dans l'« affaire CFI contre Suez », deux gérants de SICAV (Société d'Investissement à Capital Variable) du Crédit Agricole (Uni-France et Uni-Foncier) ont mandaté l'ADAM. Ces investisseurs n'hésitent pas à agréger leurs participations pour homogénéiser leurs votes en assemblées d'actionnaires ou pour mener une action conjointe (affaires Eramet et André). Ils deviennent alors des actionnaires actifs qui font dorénavant entendre leurs voix. Analysons successivement le degré d'activisme des actionnaires financiers (1. 1.) et des actionnaires institutionnels (1. 2.).

1. 1. Les actionnaires financiers

En France, les américains Asher Edelman et Guy Wyser-Pratte se sont fait connaître en remettant en cause la gestion des champagnes Taittinger (ils détiennent collectivement 12,42 % du capital et 8,06 % des droits de vote) et de la société du Louvre (11 % est détenu par Asher Edelman). Leur stratégie consiste à ce que la famille Taittinger

(68 % des droits de vote de Taittinger et 54 % des droits de vote de la société du Louvre) rachète leurs participations. Leur comportement d'activiste varie en fonction de leur statut d'actionnaire en capital-investissement et de banquier.

1. 1. 1. Les actionnaires en capital-investissement

Certains investisseurs tels que les investisseurs en capital-investissement sont des actionnaires qui peuvent détenir des actions dites « privilégiées » ou de priorité⁸⁸. Ils possèdent des droits décisionnels résiduels et des droits aux flux résiduels supplémentaires. Ils peuvent exercer un degré de contrôle disproportionné avec la détention de leurs titres. Ces actions leur permettent ainsi d'exercer une influence réelle ou permanente, voire un contrôle, sur les décisions et les opérations prises par la direction. Ils possèdent, contrairement aux petits porteurs, un pouvoir d'expertise et de persuasion permanents au sein de l'organisation (J. Caby et G. Hirrigoyen, 1997, p. 13). Ces investisseurs doivent, en effet, mobiliser d'importantes compétences en matière de sélection des entreprises et de contrôle de leurs investissements. Ces coûts de transaction seront d'autant plus élevés « qu'ils financent des projets non redéployables et spécialisés, et que leur portefeuille est peu diversifié » (Ph. Desbrières et G. Broye, 2000, p. 15). Ils disposent dès lors d'une information comptable supplémentaire et préalablement négociée (Ph. Desbrières, 2001). L'intensité et l'efficacité de leur contrôle sera alors une fonction positive de « l'asymétrie informationnelle qu'ils supportent, de l'importance du montant des capitaux investis relativement aux ressources dont ils disposent, de leur taux de participation dans les fonds propres de la firme financée, du degré de spécificité des ressources apportées et de leur contribution au processus de création de valeur » (Ph. Desbrières, 2001, p. 43). Ils se comportent alors comme des actionnaires majoritaires. Ils « ont pour vocation d'être des minoritaires actifs qui se comportent en partenaires et demandent certains droits spécifiques pour contrebalancer, certes de façon limitée, le pouvoir total de décision donnée par la loi à l'actionnaire majoritaire » (F. Monod, 1994, p. 58).

⁸⁸ Ces actions peuvent être créées lors de la constitution de la société ou au cours de son existence (art. 269, Loi du 24 juillet 1966). Ces actions peuvent donner droit à une information privilégiée, à un droit de consultation ou d'autorisation préalable concernant certaines décisions, ou à un certain nombre de sièges dans un organe de la société. Les décisions les plus couramment concernées par ces clauses sont : les modifications statutaires (augmentation de capital,...) ; les emprunts supérieurs à un certain montant ; embauche de cadres dirigeants ; ouverture de filiales en France ou à l'étranger ;... (F. D. Poitrial, 1994, p. 29).

1. 1. 2. Les banquiers

De par leur double statut d'actionnaire et de partenaire des firmes clientes, les banquiers disposent d'une représentation minoritaire au sein de leur conseil d'administration afin notamment de contrôler les fonds prêtés et de les conseiller dans leur gestion (M. Nekhili, 1997, p. 336). Ce fut notamment le cas pour Euro Disney, qui s'est engagé « à offrir aux banques des informations détaillées sur les conditions d'exploitation, sur une base trimestrielle, et à établir de façon annuelle des prévisions à l'horizon de la dette bancaire » (L. Anthony et R. Nekkaz, 1997, p. 88). Ces créanciers résiduels, contrairement aux petits porteurs lésés par la chute du cours de 96 % de septembre 1992 à septembre 1994 (le titre est passé de 90 francs par action à 7 francs), ont encaissé 100 millions de francs en frais de commission lors de l'augmentation de capital de 1994 et sont soupçonnées par la COB et les associations d'actionnaires d'avoir spéculé sur le cours du titre. Ainsi, des conflits d'intérêts peuvent apparaître entre actionnaires minoritaires alliés à la coalition de contrôle (les banques) et les petits porteurs. Dans le cas Euro Disney, les banques, en raison de leurs liens financiers, ont exercé une forte pression sur la direction de l'entreprise. H. Sherman et *al.* (1998) et R. Kochar et P. David (1996) considèrent que ces institutions financières sont affiliées à la coalition de contrôle et qu'elles exercent une « pression sensible ». « Le pouvoir bancaire procède d'un rapport de force construit sur une information privée, abondante et secrète, et des relations bilatérales secrètes » (A. Orléan, 1999, p. 210).

Comme nous l'avons exposé dans le chapitre précédent, ces actionnaires financiers ainsi que les actionnaires en capital-investissement ne sont pas indépendants de la coalition de contrôle. L'intensité de leur lien de dépendance ainsi que l'intensité et l'efficacité de leur contrôle varient en fonction de la taille de leur participation financière, de leurs décisions d'investissement et de leurs capacités de collecte et de traitement de l'information. Non seulement, ils exercent une pression sensible leur permettant de négocier des arrangements, mais ils guident aussi la coalition de contrôle dans l'établissement et la mise en œuvre de ses choix financiers et stratégiques. Leur présence au sein des sociétés visées par des actionnaires minoritaires n'incite pas les autres actionnaires minoritaires passifs et actifs à se joindre à une dissidence minoritaire.

Toutefois, la présence des actionnaires financiers au sein d'une coalition dissidente offre l'avantage de remédier au problème de l'action collective, en ce qu'ils disposent d'une information privilégiée sur l'entreprise concernée, sur ses concurrents et sur son secteur d'activité (cf. « affaire Legrand »). En effet, ils ont des capacités importantes de collecte et de traitement de l'information financière liées à la présence de spécialistes analysant les comptes de l'entreprise, ses perspectives de développement ainsi que la qualité de sa gestion. Du fait de l'internalisation de la fonction de traitement de l'information, les coûts informationnels sont moins élevés que ceux que doit supporter un actionnaire individuel faisant appel à des services extérieurs spécialisés. Ainsi, leur présence diminue les coûts de l'activisme et incite les actionnaires minoritaires passifs et actifs, non affiliés à la coalition de contrôle, à se joindre à leur activisme. D'où l'hypothèse suivante :

Hypothèse 14a : Il existe un lien positif entre la présence d'un ou plusieurs actionnaires financiers au sein de la coalition dissidente et la probabilité de succès de cet activisme.

1. 2. Les actionnaires institutionnels

Les actionnaires institutionnels représentent des partenaires influents pour l'entreprise. Selon leur choix d'investissement, ils peuvent décider de ne pas vendre leurs actions et d'intervenir en contraignant l'entreprise à modifier son système de gouvernement d'entreprise (apparition de nouveaux mécanismes de contrôle internes tels que les comités consultatifs d'actionnaires, les comités de rémunération, les comités d'audit, les comités d'éthique ou en demandant la nomination d'un à plusieurs actionnaires externes).

Contrairement aux actionnaires institutionnels étrangers, les investisseurs institutionnels français ne cherchent pas à contraindre l'espace discrétionnaire de la coalition de contrôle (H. Alexandre et M. Paquerot, 2000, p. 23) à moins que le seuil de rentabilité minimal exigé ne soit pas atteint.

1. 2. 1. Les actionnaires institutionnels français

La gestion indirecte des portefeuilles des investisseurs individuels est proposée par des intermédiaires : SICAV (Société d'Investissement à Capital Variable) et FCP (Fonds Communs de Placement) regroupés en OPCVM (Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières). Ces OPCVM sont non cotés en bourse mais ont une valeur mathématique dite liquidative ou de rachat (le gestionnaire divise la valeur boursière du portefeuille et des liquidités par le nombre de parts en circulation). Les gestionnaires de fonds, comme leurs analystes, ont recours à des modèles multicritères et font des comparaisons par secteurs et entre différents secteurs. Ils intègrent les risques, les données psychologiques liées à la confiance manifestée aux dirigeants, les données monétaires et la conjoncture.

Les OPCVM français mènent une politique d'actionnaires passifs. Une étude effectuée par la société Proxinvest en 1994 montre que les gestionnaires d'OPCVM sont seulement 30 % à voter aux assemblées générales et que 95 % de ces derniers adressaient leur pouvoir en blanc au président de la société concernée (P. H. Leroy, 1997). Au cours de certaines contestations telles que « l'affaire CFI contre Suez », deux gérants de SICAV du Crédit Agricole (Uni-France et Uni-Foncier) ont manifesté leur mécontentement en mandatant l'association ADAM. Cependant, les cas d'activisme mis en place par les investisseurs institutionnels français restent encore rares.

1. 2. 2. Les actionnaires institutionnels anglo-saxons

En France, en 1997, 37 % de la capitalisation boursière des entreprises du CAC 40 était détenue par des actionnaires non-résidents (O. Burkart et P. Charlety, 2000, p. 175). Fin 1998, la COB évaluait que les fonds de pension possédaient 40 % du marché parisien. F. Demarigny (1994) montre que la part du capital détenu par les investisseurs institutionnels dans le capital d'une entreprise dépasse rarement 30 %. D'après *Les Echos* du 14 août 1997, les fonds de pension américain détiennent une participation financière importante dans quelques sociétés françaises telles que Renault, Alcatel, Rhône Poulenc, Elf, Total et Pechiney. Leur stratégie a évolué à partir des années 1990. Elle est basée sur une approche plus rigoureuse de l'identification des entreprises sous performantes (S. Gillan et L. Starks, 2000).

D. Baudru et M. Kechidi (1998) distinguent les investisseurs institutionnels en fonction de leur statut juridique : les fonds DC (*Defined Contribution*) et les fonds DB (*Defined Benefit*). Ces derniers gèrent les fonds des salariés à travers des fiducies (*trustees*), c'est-à-dire des fonds communs de placement, des assurances ou des banques. Le fonds CalPERS est l'un des plus représentatifs mais surtout des plus actifs puisqu'il a développé un programme de *Corporate Governance* applicable à l'ensemble des sociétés cotées à partir de 1987. Son action se fit plus agressive à partir de 1992. Il forma des coalitions dissidentes avec d'autres fonds publics et certains investisseurs institutionnels privés tels que Fidelity Investments. Cette dernière coalition fut à l'origine des révocations des dirigeants d'IBM et d'American Express et des changements de stratégies dans des entreprises telles que Sears, Westinghouse et Kodak (G. Ferone, 1997, p. 89).

Les fonds DC laissent aux salariés le choix de leur investissement. La fiducie (le gestionnaire de fonds) n'assure alors qu'une fonction de sélection des gestionnaires pour tiers qui proposent leurs services aux salariés. Les salariés cotisent individuellement dans le cadre d'OPCVM proposés par les gestionnaires sélectionnés par la fiducie. Le risque est alors directement assumé par l'apporteur et non par le gestionnaire. Parmi ces fonds DC, on trouve les fonds mutuels : Fidelity, Franklin Templeton et Capital Research et Management. Il est également nécessaire de distinguer les fonds privés des fonds publics. Les fonds publics qui sont généralement des fonds DB (A. K. Prevost et R. P. Rao, 2000, p. 179), ont plus de liberté vis-à-vis de leurs clients (Sommer, 1990, p. 364). Alors que les fonds DC, dont la participation minoritaire est plus élevée que les fonds DB, mènent une politique plus agressive sur les marchés financiers, en mettant en œuvre en particulier des techniques financières de rachat d'actions (relution) ou de scissions d'entreprises (D. Baudru et M. Kechidi, 1998, p. 102).

Tableau II.2 : Les 10 fonds étrangers les plus actifs

Nom	Investissements en actions françaises en milliards de francs	Montant total des investissements en milliards de francs	Type de gestion*
Fidelity Management and research	44,4722583492	3810	<i>Mutual fund</i>
Franklin Templeton	35,747	1113,258	<i>Mutual fund</i>
Capital Research & Management	24,63418587905	2060,574	<i>Mutual fund</i>
UBS Brinson	14,743	2587,5	Fonds de pension
Putman Investment Management	14,27836708375	1410,516	<i>Mutual fund</i>
Wellington Management Company	13,0663540249	1163,73	Fonds de pension
Merrill Lynch Asset Management	11,858	2677,674	Fonds de pension
California Public Employees Retirement (CalPERS)	11,5595023775	720	Fonds de pension
Rowe Price-Fleming International	9,71933754165	180,27	<i>Mutual fund</i>
Janus Capital Corporation	9,5519730823	406,47	<i>Mutual fund</i>

Source : Technimetrics-CDA Spectrum – Pensions & Investments – Gilles Pouzin – 13 Octobre 1998.

Les fonds de pension exercent une pression en publiant les dix entreprises de l'indice SP500 les moins performantes ou les dirigeants non performants. Certains tels que le fonds de pension américain, CalPERS, a institué au sein des entreprises américaines une « politique générale de vote » (« *proxy voting guidelines* ») qui se compose pour chaque résolution soumise à l'assemblée de « critères généraux de vote » (« *proxy voting guidelines* ») destinés à être appliqués par les fonds de pension. Cette stratégie de vote s'applique dorénavant en France depuis la recommandation du 23 juillet 1994. Les investisseurs institutionnels américains ont, en effet, l'obligation de voter dans les sociétés étrangères. On remarque que chaque fonds de pension possède sa propre stratégie comme nous le montre l'étude de D. Del Guercio et J. Hawkins (1999) (*cf.* tableau II.3).

* On distingue les fonds de pension (*pension funds*) des fonds d'investissement (*mutual funds*). Les fonds de pension sont des caisses de retraite qui placent l'épargne des salariés sur le marché boursier. Les fonds d'investissement sont des sociétés dont le capital est constitué par les souscripteurs et dont l'objet social est de placer l'argent ainsi collecté en titres d'entreprises. Ces produits bancaires sont, par exemple, des SICAV ou des FCP (Fonds Communs de Placement).

Tableau II.3 : L'organisation et les objectifs d'activisme des fonds de pension américains

	CalPERS	CalSTRS	CREF	New York City	SWIB*
Stratégie d'investissement	Gestion indicielle** à 80 % et active à 20 %. L'activisme n'est pas lié à une stratégie de retrait	L'activisme n'est pas lié à une stratégie de retrait (achat, vente des actions).	Gestion indicielle à 80 % et active à 20 %. L'activisme a commencé à partir de 1995.	Gestion indicielle. L'activisme n'est pas lié à une stratégie de retrait (achat, vente des actions).	L'activisme n'est pas lié à une stratégie de retrait (achat, vente des actions).
Objectifs de la mise en place d'un activisme	Porter attention à la direction. Favoriser une politique de « valeur actionnariale »	Porter attention aux faibles performances financières des sociétés et à sa stratégie de long terme.	Faire adopter des demandes spécifiques. Instaurer un dialogue et de meilleures relations avec l'entreprise visée.	« Faire de l'argent ». Modifier le système de gouvernement d'entreprise et faire adopter une politique de « valeur actionnariale ».	Faire adopter des demandes spécifiques. Croire qu'un bon système de gouvernement d'entreprise affecte la performance sur le long terme. L'activisme est la seconde stratégie après celle de retrait.
Utilisation de la publicité	La publicité est un moyen de pression puissant sur la direction.	La publicité est un mécanisme d'incitation valable.	Non utilisation de la publicité. Mise en place d'une « bataille de procuracy » si la phase de négociation a échoué.	Privilégier les discussions privées afin toute publicité du conflit. Actions échelonnées (<i>escalating tactic</i>).	Non utilisation de la publicité. « L'objectif est d'améliorer la performance ».

Source : D. Del Guercio et J. Hawkins, 1999, « The Motivation and Impact of Pension Fund Activism », *Journal of Financial Economics*, p. 302 à 304.

Contrairement aux investisseurs institutionnels français, les contraintes d'optimisation du profit pesant sur les investisseurs institutionnels anglo-saxons sont plus lourdes. Les actionnaires de ces derniers peuvent entreprendre des actions judiciaires en responsabilité fiduciaire dans les cas où ces institutionnels ont pris des décisions contraires à l'intérêt de leurs clients. Cette pression juridique n'existe pas encore en France pour les investisseurs institutionnels (R. Mtanios et M. Paquerot, 1999, p. 165). De plus, les choix d'investissement des institutionnels français ne les incitent pas à exercer un activisme. En

* State of Wisconsin Investment Board

** La gestion des fonds de retraite américain repose sur une gestion dite « indicielle » qui consiste à répartir de façon équilibrée les placements financiers sur les valeurs composant les indices de marché.

effet, les compagnies d'assurance françaises investissent plus lourdement en obligations qu'en actions (63,9 % en obligations et 17,7 % en actions à la fin de l'année 1994). Ainsi, toutes « variations des cours en actions peuvent être compensées par les rentabilités fixes des obtenues sur les placements en obligations » (R. Mtanios et M. Paquerot, 1999, p. 165).

La stratégie des fonds de pension diffère de celles des banques, des actionnaires de contrôle et des sociétés de capital risque. Elle repose essentiellement sur la liquidité des titres détenus. « Les investisseurs institutionnels recherchent la maximisation de la valeur actionnariale. Cet objectif est conforme à leur statut d'actionnaires minoritaires qui souhaitent que l'entreprise soit mise au service de la rentabilité boursière sans, que pour ce faire, il leur faille en prendre le contrôle » (A. Orléan, 1999, p. 215). Ils sauvegardent la liquidité de leurs participations en évitant de siéger au conseil d'administration, mais ils exercent néanmoins une activité d'influence latente par des moyens formels et informels de pression. Ces « investisseurs professionnels, gérant des lignes importantes mais minoritaires, dont le rôle consiste à évaluer les perspectives de rendement et les risques à long terme » (A. Lissowski, 1998) ont les mêmes préoccupations de rendement que les petits porteurs.

Contrairement aux investisseurs financiers, la valeur de leurs actions est constituée d'une valeur de contrôle latent. Ce type de contrôle est exerçable en fonction de critères concernant les procédures formelles de décision au sein des entreprises (critères généraux de vote tels que la présence d'amendements anti-OPA) et de critères de liquidité. L'objectif des fonds de pension n'est pas d'obtenir le contrôle futur de l'entreprise (leur participation reste, de manière générale, minoritaire dans la structure du capital des entreprises françaises), mais d'exercer leur pouvoir d'influence, souvent médiatique, en cas de conflits d'intérêts. Leur présence parmi la coalition dissidente incitera alors les actionnaires passifs à se joindre à leur action collective (U. Bhattacharya, 1997, p. 1067). D'où l'hypothèse suivante :

<p>Hypothèse 14b : Il existe un lien positif entre l'activisme institutionnel (coalition dissidente comportant des actionnaires institutionnels étrangers) et la probabilité de succès de cet activisme.</p>

Hypothèse 14c : Il existe un lien positif entre l'activisme institutionnel coordonné par des actionnaires institutionnels étrangers et français et la probabilité de succès de cet activisme.

Si les bataillons d'actionnaires étrangers sont souvent constitués d'institutionnels, on y trouve également des hommes d'affaires désireux de faire fructifier au plus vite leurs intérêts.

2. Les actionnaires individuels dissidents

Il existe trois grandes strates historiques : les actionnaires ayant acquis leurs actions avant 1986 (38 %) ; ceux les ayant achetées en 1986 et 1987 (26 %) et les personnes devenues actionnaires entre 1993 et 1996 (24 %)⁸⁹. Au total, 45 % des investisseurs individuels français ont acquis leurs premières actions à l'occasion de l'un des deux programmes de privatisation.

Aujourd'hui, un français sur dix est actionnaire. On dénombre 6,1 millions d'actionnaires en France et 600 000 personnes passent leurs ordres de Bourse sur Internet (source : SOFRES). Certains de ces petits porteurs n'hésitent pas à multiplier les recours judiciaires et à alerter les médias.

2. 1. Les petits porteurs

Certains actionnaires minoritaires ont la réputation d'être des actionnaires minoritaires « actifs ». Alain Géniteau, administrateur judiciaire en 1980 et, depuis 1995, avocat, est décrit par la presse comme « l'esthète des prétoires » se plaisant à faire « du tourisme judiciaire » (*La Tribune-Desfossés*, 11 juillet 1997, p. 24). Avant les élections législatives de 1978, ce dernier avait acheté une centaine de valeurs qui cotaient moins de 50 francs. Depuis la constitution de ce portefeuille d'actions et passionné « pour la vie des entreprises », il étudie les rapports annuels et intente des actions en justice lorsque les intérêts des actionnaires minoritaires sont spoliés. Il a ainsi commencé son activisme en 1992 contre Bernard Tapie, PDG de Testut, en portant plainte pour abus de biens sociaux.

⁸⁹ In « Informations I. Enquête de la COB sur le comportement des actionnaires », *Revue des Sociétés*, avril-juin 1997.

En 1995, il vise les banques CFF et Crédit Lyonnais. Il a porté plainte contre X pour faux bilans et distribution de dividendes fictifs. Après ces deux dossiers, il intente un procès contre la société Lagardère Capital & Management. Jean-Luc Lagardère sera mis en examen pour abus de biens sociaux en octobre 1996. Son activisme continue encore aujourd'hui contre le groupe Lagardère (1997) et la société Elyo (1998). Dans ces deux dernières affaires, il est intéressant de noter qu'Alain Géniteau s'attaque aux dérogations de l'obligation de lancer une OPA attribuée par le CMF. Celui-ci déplore, en effet, que les autorités de marché soient plus attentives au fonctionnement des marchés qu'à la protection de l'épargne.

La réputation de ces actionnaires individuels actifs est basée sur le nombre d'actions judiciaires intentées dans les sociétés cotées et la médiatisation de ces affaires. En retenant, ces deux critères, nous avons identifié deux autres actionnaires minoritaires dissidents mentionnés dans le tableau suivant.

Tableau II.4 : La liste des actionnaires minoritaires dissidents connus

Identité	Les sociétés visées
Me Géniteau	Cerus ; Testut (1992) ; CFF (1995) ; Crédit Lyonnais (1995) ; Lagardère Capital et Management (1996) ; Filipacchi Médias (1997) ; Elyo (1998).
Me Lattès	Trois Quartiers (1989) ; Fermière du Casino Municipal de Cannes (1995).
Guy Wyser-Pratte	La France (1996) ; Siparex (1996) ; Groupe André (2000) ; Taittinger.

Les actionnaires individuels actifs sont des actionnaires possédant des compétences judiciaires, telles que Me Géniteau et Me Lattès (affaires Société Fermière du Casino Municipal de Cannes et Bolloré), leur permettant de collecter et de traiter l'information financière. De plus, leur connaissance du droit d'action de la minorité facilite la mise en place d'une procédure judiciaire et augmente sa probabilité de succès. D'où l'hypothèse suivante :

Hypothèse 14d : Il existe un lien positif entre l'activisme mis en place par un actionnaire individuel connu et la probabilité de succès de l'activisme des actionnaires minoritaires.

Les actionnaires individuels non réputés, quant à eux, par leur activisme utilisent un « levier collectif » (M. Useem, 1996, p. 9) en mandatant les associations d'actionnaires ou en faisant appel à des professionnels tels que la société belge Déminor⁹⁰ dirigée par Eric Coppieters, la société Global Proxy Services Corporation présidée par l'avocate Sophie L'Hélias ou des sociétés de conseils en vote telles que la société Proxinvest dirigée par Pierre Henry Leroy.

2. 2. Les actionnaires-salariés non dirigeants

Les actionnaires-salariés ont la possibilité d'exercer un contrôle actif sur les décisions de la coalition de contrôle en créant ou en rejoignant une coalition dissidente. Ces actionnaires se réunissent sous forme « associationnelle ». La plus vieille de ces associations est l'association AVAS (Association Volontaire des Actionnaires Salariés), créée en 1986, au sein d'Elf Aquitaine. Cette dernière est membre de la FAS (Fédération de l'Actionariat des Salariés). Son activisme se traduit notamment par la publication d'une lettre d'informations intitulée « Avascope » et de conseils pratiques adressée chaque trimestre aux adhérents. Son activisme se traduit par la publication d'une lettre d'informations intitulée « Avascope » et de conseils pratiques adressée chaque trimestre aux adhérents. Des comités d'actionnaires salariés ont, par ailleurs, été créés dans certaines filières étrangères du groupe. Cette association recense en 1995 quelque 70 000 membres salariés actifs ou retraités, soit près de 5 % du capital du groupe. Elle ne cesse de se battre pour obtenir un siège au conseil d'administration du groupe. Le 22 mars 2000, elle a déposé quatre projets de résolutions. Elle contestait la nomination de certains administrateurs et proposait la candidature du président de l'AVAS comme administrateur. Elle demandait également la mise en œuvre des principes de gouvernement d'entreprises définis par le deuxième rapport Viénot et la création de trois comités indépendants. Enfin, elle voulait obtenir des garanties (principes CERES) en matière de risques de pollution. Cependant elle ne disposait pas des 7,2 millions de titres à droit de

⁹⁰ Déminor est un cabinet de consultant et de conseil spécialisé dans la défense des droits des actionnaires minoritaires de sociétés cotées et familiales. Il est sponsorisé par Euronexet et Deutsche Börse pour réaliser certaines études telles qu'un classement des sociétés de l'Eurotop 300, de dix sept pays, basé sur le respect des principes de gouvernement d'entreprise.

Proxinvest travaille plus en amont et étudie les résolutions proposées en assemblées générales. Cette société décerne un prix des sociétés ayant respecté les principes de gouvernement d'entreprise (*La Tribune*, 13 décembre 2000, p. XXXII).

vote double (sur un total de 723,4 millions d'actions en circulation) nécessaires pour inscrire ces résolutions à l'ordre du jour.

Il est possible que ces associations soient affiliées à des organisations syndicales. Chez Thomson, pour contrer l'APAT, une association jugée trop proche de la direction, la CGT et Supper (Syndicat autonome maison) ont créé une chapelle concurrente. Les frictions entre associations et syndicats se sont également réveillées chez Usinor à l'occasion de l'attribution des sièges au conseil de surveillance des fonds communs de placement d'entreprise. Les moyens de pression des associations d'actionnaires-salariés peuvent ainsi se faire par voies politiques ou syndicales. Cependant, les membres de ces associations peuvent également être affiliés à la coalition de contrôle si cette dernière leur offre des avantages directs tels qu'un sursalaire ou des promotions ainsi que le maintien de leur emploi. « Leur motivation à contrôler efficacement les dirigeants sera alors une fonction croissante de leur investissement spécifique à la firme, tant en capital humain qu'en actions, mais aussi de leur degré d'indépendance (surtout pour les administrateurs) vis à vis de la coalition de contrôle » (Ph. Desbrières, 1997a, p. 416).

Une participation minoritaire, même réduite, peut, comme nous venons de le montrer, influencer les décisions des autres actionnaires ainsi que la gestion de l'entreprise. A partir de l'analyse des choix d'investissements des actionnaires minoritaires, de leurs ressources financières, de leurs capacités à collecter l'information, de leurs compétences judiciaires et de leurs compétences d'analystes financiers, on constate que cette influence varie pour chaque groupe d'actionnaires minoritaires classés en fonction de leur statut juridique. Les sociétés de capital investissement et les *joint-venture* exercent une influence permanente sur les opérations commerciales et financières de l'entreprise. Leur pouvoir de référence leur confère le contrôle actif de la société. L'influence exercée par les fonds de pension américain est différente. Elle est liée à leur pouvoir de persuasion sur la coalition de contrôle, qui se traduit par la mise en place de moyens formels (publication d'une liste noire des entreprises les moins performantes, mise en place d'une « bataille de procuration » ou d'actions judiciaires) ou de moyens informels (appels téléphoniques, réunions informelles). Les petits porteurs exercent également une influence ponctuelle (A. Brunet, 1998). Leur influence est basée sur un pouvoir de persuasion issu de leurs droits individuels ou collectifs à agir en justice. A. Orléan (1999, p. 210) qualifie ce

pouvoir de « pouvoir d'opinion ». Le contrôle exercé sera alors qualifié de « latent » (R. Chaganti et F. Damapour, 1991, p. 480).

Pour résumer cette section, une typologie des actionnaires minoritaires actifs nous a paru nécessaire (*cf.* tableau II.5, page suivante) afin de distinguer les actionnaires minoritaires dissidents, objet de notre étude, exerçant un contrôle minoritaire latent de ceux exerçant un contrôle actif et passif. Le contrôle passif est exercée par des actionnaires minoritaires ayant une attitude de « passager clandestin », ou par des actionnaires ayant un double statut d'actionnaires et de créancier ou de salarié. Ces actionnaires sont supposés être affiliés à la coalition de contrôle en raison de leurs liens contractuels. Ainsi l'activisme actionnarial s'exerce à différents degrés. Cet examen des capacités, des ressources et des compétences de chaque catégorie d'actionnaires minoritaires nous permet d'identifier, non seulement les actionnaires « activistes » des actionnaires « pivots », mais aussi des actionnaires actifs et passifs et d'apporter une meilleure compréhension à l'étude de leurs activités d'influence.

Tableau II.5 : Une typologie des actionnaires minoritaires actifs

	Information*	Influence	Contrôle
Les petits porteurs	<p align="center">Information faible, non standardisée et illisible</p> <p>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 son actionnariat divulguent une information retraitée et facile d'accès, sous la forme de rapports annuels allégés et de lettres envoyées aux actionnaires.</p>	<p align="center">Influence temporaire</p> <p>Possibilités d'utilisation d'un levier collectif (création d'associations) ; pressions judiciaires, politiques et médiatiques.</p>	<p align="center">Contrôle passif ou latent</p> <p>Contrôle passif si attitude de « passager clandestin ». Dans le cas contraire, le contrôle sera latent.</p>
Les actionnaires salariés	<p align="center">Information spécifique</p> <p>liée à leur double statut d'actionnaire 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,...).</p>	<p align="center">Influence temporaire</p> <p>Pressions politiques ou syndicales. Création d'associations d'actionnaires.</p>	<p align="center">Contrôle passif / latent</p> <p>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.</p>
Les fonds de pension privés ou publics américains	<p align="center">Information lisible</p> <p>Les contraintes de liquidité importante 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 financières leur permettent de suivre leurs investissements.</p>	<p align="center">Influence latente</p> <p>Pressions médiatiques, judiciaires et politiques</p>	<p align="center">Contrôle latent</p> <p>Ce contrôle s'exerce en fonction d'objectifs fixés par les fonds de pension tels que la diminution de la valeur actionnariale, l'annulation de certaines clauses statutaires,...</p>
Les banques – assurances	<p align="center">Information spécifique</p> <p>Information privée, abondante et secrète</p>	<p align="center">Influence continue</p> <p>Pressions sensibles et surtout financières. Relations bilatérales secrètes</p>	<p align="center">Contrôle passif ou actif</p> <p>Hypothèse d'affiliation à la coalition de contrôle (Brickley et al 1988). Rôle d'actionnaire de référence.</p>
Les sociétés de capital-risque	<p align="center">Information spécifique</p> <p>Liée à leurs droits supplémentaires d'information ou de consultation.</p>	<p align="center">Influence continue</p> <p>Droits aux décisions résiduelles supplémentaires</p>	<p align="center">Contrôle actif</p> <p>Investisseurs stratégiques assimilés à des dirigeants de fait. Rôle d'actionnaire de référence.</p>

Section 2. LES STRATEGIES DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES : UNE ANALYSE EN TERMES DE PROCESSUS

* D'après un sondage SOFRES réalisé en 1996 sur les porteurs de valeurs mobilières et utilisé dans le *Bulletin COB*, 1997, « La communication financière des sociétés cotées », n° 313, pp. I-XXXVII.

L'activisme des actionnaires minoritaires est un processus complexe et varié. Cet activisme prend plusieurs formes : actions collectives ou individuelles, actions judiciaires et/ou « batailles de procuration ». Il est possible que lors du déroulement d'une « bataille de procuration », une action judiciaire, voire plusieurs, soient engagées afin de prolonger la phase de sollicitation des votes. De même, une « bataille judiciaire » peut être accompagnée d'une à plusieurs « batailles de procuration », sachant que la durée de l'activisme peut varier de quelques mois à plusieurs années. Les actionnaires minoritaires doivent s'armer de patience pour obtenir réparation(s) des préjudices subis. Les procédures du Comptoir des Entrepreneurs et de Sedri ont duré neuf ans, alors même que les assignations avaient été déposées deux ans après la commission des infractions et que 20 % des actionnaires sont décédés depuis. Seule la décision de la cour d'appel est connue à l'heure actuelle. L'AEDE (Association Européenne des Epargnants), représentant les intérêts des minoritaires de la société Sedri, a déposé depuis une nouvelle assignation devant le Tribunal civil de Grande Instance de Paris. La rivalité opposant les familles Hériard-Dubreuil et Cointreau a donné naissance, également, à un conflit judiciaire de vingt ans. Alors que les minoritaires désabusés avaient cédé leurs participations, la Cour de cassation a rendu un arrêt de principe qui leur donnait en tout point raison. Il est, en effet, difficile de donner une durée moyenne des « batailles judiciaires » sachant que certaines sont encore en attente de jugement et que les dissidents déboutés une première fois devant la cour d'appel peuvent demander un pourvoi devant la Cour de cassation. Toutefois, cette première phase judiciaire peut être suivie par une nouvelle décision de la cour d'appel jusqu'à la décision définitive de la Cour de cassation.

Afin de mieux comprendre la grande variété et la complexité du processus d'activisme des minoritaires, ainsi que la diversité des situations rencontrées, nous avons opté pour une approche descriptive du processus, « considérant que ceux-ci peuvent être traduits par leurs composants (phases et acteurs impliqués) » (G. Guieu, 1999, p. 54). Une meilleure connaissance des étapes et des stratégies mises en œuvre par les différents acteurs lors des « batailles judiciaires » et des « batailles de procuration » nous semble nécessaire pour la compréhension du modèle français de l'activisme des actionnaires minoritaires.

L'activisme met en œuvre un ensemble d'activités d'influence (activités discursives caractérisées par une dichotomie entre persuasion et pression) qui apparaissent de façon continue ou ponctuelle, de manière séquentielle ou parallèle, tout au long du processus d'activisme afin d'augmenter sa probabilité de succès.

1. Le choix de la forme d'activisme

L'activisme français est un activisme ayant plusieurs objets de contestation et prenant de ce fait plusieurs formes d'expression. Ces dernières sont les suivantes :

- un activisme institutionnalisé (*institutional activism*) mettant en place d'un processus de négociation suivi d'un mécanisme de sollicitation des votes en cas d'échec. L'objectif de cet activisme est d'exercer une influence sur la coalition de contrôle afin qu'elle respecte les critères de gouvernement d'entreprise et de performance financière fixés par les fonds de pension anglo-saxons.
- un activisme actionnarial (*shareholder activism*) proche du précédent mais mis en œuvre par d'autres catégories d'actionnaires minoritaires. Il a lieu lors de la tenue des assemblées générales. Les motifs de contestation portent sur le contrôle de la société et ont pour finalité l'adoption de certaines clauses dites actionnariales.
- un activisme « associatif ponctuel » ou « spécialisé » ayant plusieurs moyens d'expression tels que les « batailles de procuration » et les actions judiciaires ou négociés.
- La « bataille de procuration » (*proxy contest* ou *proxy fight*) se traduit par un mécanisme de sollicitation des votes. L'objectif est d'obtenir la minorité de blocage ou la majorité des votes afin de contester certaines clauses statutaires ou afin d'obtenir le contrôle, soit minoritaire (représentation minoritaire au conseil d'administration), soit majoritaire (attribution de la majorité des sièges d'administrateurs) de la société (J. Pound, 1988). La contestation peut également avoir lieu pendant une tentative de prise de contrôle (J. H. Muhlerin et A. B. Poulsen, 1998, p. 287). Les motifs de la contestation porteront alors sur les modalités des opérations de restructuration.
- Une « bataille judiciaire » peut se manifester au cours d'une « bataille de procuration » et d'un activisme actionnarial. Un processus de sollicitation des votes sera mis en place systématiquement puisque le droit d'action de la minorité dépend du pourcentage de votes rassemblés.

1. 1. L'action « associationnelle »

Il existe plusieurs moyens pour résoudre le problème de « passager clandestin ». En réduisant l'asymétrie informationnelle des actionnaires minoritaires, la coalition dissidente les incite à devenir actifs. Cette activité informationnelle a pour fonction de solliciter les votes d'actionnaires minoritaires, mais aussi, « d'un actionnaire pivot ». Son rôle est alors de résoudre le problème de « passager clandestin » (U. Bhattacharya, 1997). Cet actionnaire, investisseur institutionnel, par exemple, présente la particularité de détenir une information privée sur les bénéfices potentiels d'un changement de stratégie liée à l'action d'actionnaire dissident (S. Dasgupta et V. Nanda, 1997, p. 788). Cet actionnaire fait appel à son équipe d'analystes financiers et à ses sources d'informations pour évaluer l'impact d'une « bataille de procuration » sur sa richesse (S. Dasgupta et V. Nanda, 1997, p. 793). Le vote de ce dernier (bloc de contrôle non affilié à la coalition de contrôle) incitera ou non les actionnaires minoritaires à se joindre à la coalition dissidente et augmentera ou non la probabilité de succès de l'activisme.

En France, les associations réunissant des actionnaires mécontents jouent le rôle « d'actionnaire pivot ». La mise en place de mécanismes alternatifs de gouvernement tels que les associations, mécanismes intentionnels de nature spécifique, peu coûteux présente l'avantage d'organiser un consensus entre actionnaires hétérogènes. Les petits porteurs, les actionnaires-salariés non dirigeants et les investisseurs institutionnels étrangers tels que CalPERS et CREF, créent ou mandatent les associations d'actionnaires pour remédier au problème de « passager clandestin ». D'où l'hypothèse suivante :

Hypothèse 15a : Il existe un lien positif entre l'activisme « associatif » et la probabilité de succès de cet activisme.

Le 17 juin 2000, plus d'un millier de petits porteurs se sont réunis dans les salons de l'Aveyron pour obtenir des « réformes qui s'imposent dans la protection des épargnants et des clients des banques ». Ces actionnaires minoritaires étaient représentés par différentes associations : le Groupement national des porteurs de titres russes (GNDPTR), l'association des petits porteurs d'Eurotunnel, l'Association des Victimes des Agents de

Change (AVAC), l'Association des Victimes de fraudes à la Carte Bancaire (AVCB). Le tableau II.6 fournit une liste de quelques associations d'actionnaires en France.

Tableau II.6 : La liste de quelques associations d'investisseurs

Sociétés	Associations d'actionnaires, leur historique et leurs missions
Beaux Sites	Association de défense des porteurs d'obligations remboursables en actions 1600 porteurs de titres ont fait appel à Me Olivier Scherb, le 02/11/92.
Métérologie Internationale	Association de défense des porteurs d'obligations remboursables en actions
Mines de Salsigne	Association des Mines de Salsigne 215 actionnaires représentant 8 % du capital
Usinor Sacilor	Association des actionnaires salariés a été créée en Juin 1995. Cette association a été créée un mois avant la privatisation du groupe intervenue le 17 Juillet 1995. Cette association réunit 800 adhérents sur les 20 000 actionnaires salariés d'Usinor Sacilor soit 4% du capital.
NCM	Association de défense des actionnaires de la société NCM (150 membres).
Usinor Sacilor	Association ADAPU créée en 1987 suite à l'expropriation des actionnaires minoritaires après annulation de leurs actions par le groupe Usinor Sacilor.
Eurotunnel	Association pour l'Action Eurotunnel (AEE) Association Des Actionnaires d'Eurotunnel (ADACTE)
AGF	Association Libre des Minoritaires Actionnaires (ALMA) créée en 1996 par Jacques Ansquer, inspecteur aux AGF depuis 1975. Cette « association apolitique, libre de toute attache syndicale ou patronale », est constitué par les actionnaires-salariés et minoritaires, qui détiennent 6,7% du capital des AGF. L'Alma réclame la transparence dans la gestion des AGF et les respect du « devoir de loyauté » souligné par un arrêt récent de la Cour de cassation. L'Alma met une messagerie à la disposition des actionnaires (3615 Alma).
Société Générale	Association d'Actionnaires Salariés et anciens Salariés de la Société Générale (ASSACT)
Elf Aquitaine	Association Volontaire des Actionnaires Salariés (AVAS) Association de Défense des Actionnaires Salariés (ADIAS) Association des Salariés Actionnaires pour la Participation (ASAP)
Filiales d'Allianz de Rhin et Moselle IARD	Association DARIM 541 actionnaires représentant 9,57% de Rhin et Moselle
Groupe Arbel	Association de Défense des Fonds Communs de placement des salariés et des Actionnaires Minoritaires (DEFECAM)

Il existe plusieurs types d'associations. On distingue les associations d'actionnaires des associations d'investisseurs. Les associations d'investisseurs peuvent agir en justice même si elles ne comptent pas parmi leurs membres des actionnaires de la société en cause. Les associations d'actionnaires, quant-à-elles, ne comprennent que les actionnaires d'une même société. « On parle d'associations d'actionnaires, parce que celles-ci ne se rencontrent en pratique que dans les sociétés anonymes » (Y. Guyon, 1995, p. 207). L'engouement pour les associations d'actionnaires est relativement récent. Le statut des associations est aligné sur celui des associations de consommateurs grâce à un amendement de l'article 12 de la Loi du 5 janvier 1988 déposé par les sénateurs Arthuis et Marini. Cet amendement adopté le 30 juin 1994 lors de la discussion du projet de loi sur Diverses Dispositions d'Ordre Economique et Financier (DDOEF) permet ainsi aux investisseurs agréés par la COB d'obtenir une action en justice. On peut citer parmi ces associations agréées par la COB : la Fédération Nationale des Clubs d'Investissements (FNACI) et l'Association Nationale des Actionnaires de France (ANSA). La Loi n° 89-421 du 23 juin 1989 a étendu aux associations agréées d'actionnaires la possibilité d'agir en justice que le texte n° 88-14 du 15 janvier 1988 leur avait octroyé. Ce texte est important puisqu'il autorise les associations à se constituer partie civile sans détenir des actions de la société dont les agissements sont visés. Une indemnisation pour préjudice porté à l'intérêt collectif est versée à l'association. Contrairement à la procédure américaine de « *class action* », le tribunal français ne peut condamner une société à verser une indemnisation à l'ensemble des actionnaires.

Depuis la Loi du 8 août 1994, les associations d'investisseurs peuvent aussi exercer l'action en réparation d'un préjudice individuel. Ce droit s'applique si certaines conditions sont remplies :

- il n'est accordé qu'aux personnes physiques ;
- l'origine du préjudice doit être commune aux actionnaires défendus et représentés par l'association ;
- l'association doit avoir été mandatée depuis au moins deux ans.

La Loi du 8 août 1994 insère, également, dans la loi sur les sociétés commerciales du 24 juillet 1966 un nouvel article 172-1 (désormais, art. L. 225-120 du Code de commerce) qui autorise le regroupement des actionnaires en associations destinées à

représenter leurs intérêts au sein d'une même société. Là aussi les critères légaux sont strictement définis :

- cette disposition ne concerne que les actionnaires des sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé (cote officielle et du second marché) ;
- seuls les actionnaires justifiant d'une inscription nominative depuis au moins deux ans peuvent être adhérents de ces associations. Cette condition a pour objectif d'éviter toute manipulation et a été confirmée par la jurisprudence, dans l'arrêt Sogenal⁹¹ ;
- pour exercer leurs prérogatives, ces associations doivent regrouper au moins 5 % des droits de vote, ce seuil étant abaissé dans les sociétés les plus importantes :
 - 4 % entre 5 et 30 millions de francs ;
 - 3 % entre 30 et 50 millions de francs ;
 - 2 % entre 50 et 100 millions de francs ;
 - 1 % au-delà de 100 millions de francs.

Les prérogatives juridiques de ces associations d'actionnaires sont les suivantes :

- Elles peuvent demander en justice la convocation de l'assemblée générale à l'issue d'une OPA, d'une OPE ou d'une cession de bloc de contrôle (L., art. 158 ; désormais art. L. 225-103 du code de commerce).
- Elles peuvent requérir l'inscription à l'ordre du jour de projets de résolution (art. 160 de la Loi du 24 juillet 1966, désormais art. L. 225-105 du Code de commerce).
- Elles peuvent demander en justice la récusation pour juste motif d'un ou plusieurs commissaires aux comptes désignés par l'assemblée générale (art. 225 de la Loi du 24 juillet 1966, désormais art. L. 225-230 du Code de commerce).
- Au titre de l'article 226 (art. L. 225-231 du Code de commerce), il leur est loisible de demander en justice la désignation d'un expert devant effectuer un rapport sur une ou plusieurs opérations.
- Au titre de l'article 226-1 (art. L. 225-232 du Code de commerce), elles se voient reconnaître la possibilité de poser par écrit des questions aux dirigeants sociaux.
- L'article 227 (art. L. 225-233 du Code de commerce) leur ouvre la voie de la révocation pour faute ou pour empêchement des commissaires aux comptes.

⁹¹ Une personne physique, après avoir vendu une participation significative à un « prix convenable », a acquis quelques actions « dans le but avoué de faire échec aux projets de la nouvelle majorité » (Paris, 1^{ère} chambre, CBV, 16 mai 1995, *Adam c/ Société Générale*).

- Enfin, les associations pourront tenter l'action sociale en responsabilité contre les administrateurs de la sociétés (art. L. 225-252 du Code de commerce).

Toutefois, « le constat est accablant : à ce jour, aucune association d'actionnaires relevant de l'article 172-1 n'a encore été déclarée auprès de la Commission des opérations de bourse » (V. Canu et B. de Saint Mars, 2000, p. 47). L'obligation de communiquer les statuts de l'association à la société et à la COB, l'obligation de détenir des titres nominatifs depuis au moins deux ans et l'obligation de détention d'au moins cinq pour cent des droits de vote constituent des contraintes coûteuses pour les actionnaires minoritaires. Selon une enquête de la Banque de France réalisée en 1999, la détention moyenne des actions des sociétés cotées est de neuf mois, toutes catégories de détenteurs confondus. Comment alors justifier d'une inscription nominative depuis deux ans ? De plus, les ménages ont un portefeuille d'actions évalué, en moyenne, à 56 000 F. En supposant que leur compte titre est composé uniquement d'actions de la même société, il serait nécessaire de réunir environ 2 700 « petits actionnaires » dans le cas général et environ 30 000 petits porteurs pour les sociétés du CAC 40 pour atteindre le seuil de 5 % nécessaire à la constitution de l'association.

« Tantôt on parle seulement d'associations d'actionnaires ou d'investisseurs, terminologie neutre qui souligne la mission de collaboration, de concertation ou de dialogue de ces associations avec les sociétés et leurs dirigeants. Tantôt on parle d'associations de défense, terme plus incisif qui montre que les associations se placeraient dans une perspective de contestation, cherchant à devenir des contre-pouvoirs qui critiquent les dirigeants ou, en tout cas, la manifestation d'une opposition organisée, une sorte de gouvernement fantôme de la société » (Y. Guyon, 1995, p. 207). Les associations ont-elles la même utilité que les syndicats des salariés, les dirigeants préférant avoir pour interlocuteurs un intermédiaire organisé qu'une masse d'individus dont les aspirations et les réactions sont insaisissables ?

1. 2. L'action judiciaire

Selon D. Schmidt (1970, p. 136), les actionnaires minoritaires ne peuvent agir qu'en recourant aux tribunaux. L'exercice de ce droit d'action a pour finalités : d'annuler des décisions adoptées ; de réclamer la réparation du ou des préjudices subis, de demander

la responsabilité pénale et civile de la coalition de contrôle ; de demander une expertise de gestion ; de nommer un mandataire de justice en tant que conciliateur et médiateur et de négocier le retrait de la société visée.

Le droit d'action de la minorité (*cf.* partie 1, chapitre 3) est proportionnel au pourcentage de capital détenu individuellement ou collectivement. Au cours d'un processus d'activisme répondant à une stratégie de prise de parole et/ou à une stratégie de retrait, la coalition dissidente réunissant 10 % du capital de la société visée peut demander la nomination d'un administrateur judiciaire et/ou d'une expertise de gestion. La mission de l'administrateur judiciaire sera alors de provoquer la tenue d'une nouvelle assemblée générale. La demande peut être également faite par une association d'actionnaires (Loi du 8 août 1994, art. 30). L'intérêt de cette nomination est qu'elle permet à des actionnaires minoritaires lésés ou mécontents de l'affectation des bénéfices, par exemple, de prolonger ou de renouveler une « bataille de procuration » et, par conséquent, d'augmenter sa probabilité de succès.

L'expertise de gestion est un autre moyen judiciaire utilisé par une coalition dissidente. Ses conditions d'application ont été réaffirmées par la jurisprudence. Elle présente l'intérêt de permettre à la minorité non correctement informée sur telle ou telle opération de gestion de réduire l'asymétrie informationnelle sur une ou plusieurs opérations de gestion déterminées. Cependant, Y. Guyon (1994, p. 463) souligne que « les résultats produits par l'expertise sont décevants ». Le seul intérêt de l'expertise est qu'elle permet d'apporter la preuve d'une action en responsabilité ou en annulation et, dans les faits, elle reste le procédé de protection le plus souvent utilisé par la coalition dissidente. Les procédures judiciaires interminables, les frais de procès élevés et les réparations civiles incertaines voire insuffisantes n'incitent pas les actionnaires minoritaires à se porter partie civile.

On constate que, dans les faits, les actionnaires minoritaires mènent une action collective afin de sortir de la société visée avec un prix réévalué. Cette stratégie de retrait qualifiée par A. Couret (1996, p.112) de « stratégie de harcèlement » 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 ». Les objectifs de la coalition

dissidente sont alors soit d'apporter la preuve d'une action de concert⁹² ou d'invoquer l'article 5-6-6 du règlement général du CMF pour déclencher une procédure de retrait obligatoire.

Le but de l'action de concert est de soumettre aux mêmes obligations que celles incombant à une personne détenant directement ou indirectement des droits de vote ou des actions, les personnes qui ont conclu un accord « en vue d'acquérir ou de céder des droits de votes ou en vue d'exercer des droits de vote pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société » (art. 356-1-3 de la Loi du 24 juillet 1966, désormais art. L. 233-10 du Code de commerce). L'intérêt de cette notion juridique est qu'en agrégeant le pourcentage des droits de vote ou des actions détenus par des actionnaires concertistes, elle oblige ces derniers à faire des déclarations de franchissement de seuil, à déposer une offre publique devenue obligatoire, une garantie de cours ou une offre de retrait. Il appartient au CMF de préciser cette notion. Il a été ainsi amené à se forger une « jurisprudence » suite aux recours déposés par les actionnaires minoritaires. L'ADAM, le 30 octobre 1997, a estimé qu'en vertu d'une chaîne interrompue de contrôle de la Générale des Eaux sur Havas et de Havas sur Canal Plus, la Générale des Eaux agissant de concert avec Audiopar avait franchi le seuil du tiers du capital de Havas et l'aurait ainsi mise en situation d'offre publique. Cependant, la Cour d'appel de Paris, dans une décision datée du 20 février 1998, a rejeté ce recours. Cette action juridique s'est poursuivie. L'ADAM a formé un second recours contre une décision du CMF accordant à Vivendi une dérogation à l'obligation de lancer une OPA sur sa filiale Canal Plus. Ce recours a été rejeté par la Cour d'appel, le 20 octobre 98. Cette notion juridique d'action de concert fréquemment utilisée par la coalition dissidente a été récemment employée par la coalition de contrôle.

La mise en application d'une OPR, quant-à-elle, présente l'avantage d'offrir aux actionnaires minoritaires une prime de sortie lorsque les titres sont dévalorisés et ne peuvent trouver d'acquéreur sur un marché devenu atone. L'activisme de la minorité, depuis l'instauration de cette procédure, a été d'apporter la preuve, surtout lors des opérations de fusion, que l'un des événements mentionnés dans l'article 5-6-6 du règlement général du CMF était rempli.

⁹² L'action de concert a été introduite en droit français par la Loi n° 89-351 du 2 août 1989. Elle correspond à un accord conclu en vue d'acquérir ou de céder des droits de vote ou en vue d'exercer des droits pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société. Il faut noter que la coalition minoritaire peut être aussi accusée d'action de concert par des actionnaires majoritaires (« affaire André »).

L'ardeur judiciaire des actionnaires minoritaires atteste d'une véritable utilisation de la justice : trente deux instances dans l'une des affaires. La procédure judiciaire est « un outil de gestion de la communication » (A. Couret et G. A. de Sentenac, 1990, p. 103). Lors des opérations de restructuration, l'incertitude sur la valeur des titres peut être résolue ou réduite par le recours à un arbitrage extérieur à la relation entre majoritaires et minoritaires. Le rôle du juge sera d'instaurer un dialogue entre chaque partie et de réduire l'asymétrie informationnelle supportée par les actionnaires minoritaires. La procédure judiciaire est alors analysée comme un mode de coopération permettant à chaque parties prenantes aux conflits judiciaires d'exprimer leur point de vue au sein du processus décisionnel et de faciliter la circulation d'informations (W. C. Kim et R. Mauborgne, 1998, p. 329).

Enfin, l'activité judiciaire permet « d'arrêter le temps » (A. Couret et G. A. de Sentenac, 1990, p. 104). Le recours au juge permet aux actionnaires minoritaires dissidents d'avoir une meilleure maîtrise du temps et d'organiser leur activisme. La demande d'annulation d'une assemblée générale permet à une coalition dissidente d'allonger la durée de sollicitation des votes. Le recours à l'instance judiciaire permet également de paralyser l'action d'un prédateur au cours d'une offre publique. On peut citer à titre d'exemple l'ordonnance de référés du président du Tribunal de commerce de Paris dans « l'affaire Schneider-Framatome contre Télémécanique ». Ainsi, « la règle de droit est davantage un outil d'ingénierie sociale » (A. Couret et G. A. de Sentenac, 1990, p. 107). D'où les hypothèses suivantes :

Hypothèse 16 : Il existe une relation positive entre l'existence de « batailles judiciaires » et la probabilité de succès de l'activisme des actionnaires minoritaires.

Hypothèse 17 : Il existe une relation positive entre la durée de l'activisme des actionnaires minoritaires et la probabilité de succès de cette dernière.

La « bataille judiciaire » sera alors perçue comme un mécanisme complémentaire ayant pour fonction de réduire l'asymétrie informationnelle dont sont victimes les actionnaires minoritaires.

Les activités judiciaires présentent les avantages de cumuler les demandes : d'allongement de la durée du processus ; d'une expertise de gestion afin de diminuer

l'asymétrie informationnelle ; de sortie de la société visée et de versement de dommages et intérêts. Or ces actions judiciaires dépendent de seuils stratégiques (10 % pour les demandes d'expertise de gestion) détenus par la coalition dissidente. D'où les hypothèses suivantes :

Hypothèse 18 : Il existe une relation positive entre le taux de participation de la coalition dissidente et la probabilité de succès de leur activisme.

2. Les activités d'influence

Le processus d'activisme débute par une phase de négociation et/ou une phase de médiatisation constitutive d'un processus de *lobbying* entre l'actionnaire dissident et la coalition de contrôle. Cette première étape confidentielle et/ou médiatique poursuit deux objectifs. Premièrement, l'actionnaire dissident négocie des arrangements privés et confidentiels avec la coalition de contrôle en utilisant des moyens formels ou informels tels que des appels téléphoniques ou l'envoi de courriers. Le dissident peut également envoyer une lettre aux autorités de marché mentionnant les infractions de certaines sociétés cotées. Deuxièmement, dans les cas d'échec des arrangements privés et dans les cas d'approbation des opérations contrôlées par les autorités de marché à la demande du dissident (pouvoir d'enquête de la COB non exercé, attribution du visa de la COB, aucune sanction administrative prononcée), ce dernier peut décider de poursuivre son activisme. Les actionnaires minoritaires dissidents exerceront alors une activité d'influence au travers des articles de presse sur l'opinion générale afin d'inciter les actionnaires passifs à entrer en dissidence. Cette étape se traduira par des activités de sollicitation de votes auprès de la coalition passive.

2. 1. Les activités de lobbying

La médiatisation du conflit vise à exercer une pression plus forte sur la coalition de contrôle et à former une coalition dissidente plus importante. Cette phase peut être composée de campagnes individuelles menées par un actionnaire minoritaire dissident ou elle peut être une activité informationnelle coordonnée par plusieurs dissidents. Ainsi, lors

de l'assemblée générale d'Eurotunnel du 26 juin 1996, l'hebdomadaire Investir s'est chargé de la collecte des mandats de vote. Il a réuni 33 % du capital, soit la minorité de blocage. Lors de la « bataille de procuration » opposant le groupe André à deux investisseurs anglo-saxons, l'investisseur financier franco-britannique, Guy Wyser-Pratte a mis en place une campagne de publicité d'une semaine dans la presse suisse et luxembourgeoise. Il avait demandé par lettre adressée le 26 janvier 2000 à Jean-Claude Sarrazin, PDG du groupe André, de disposer de 2 sièges au sein du Conseil de surveillance, pour lui-même et pour l'avocate S. L'Hélias. Il a également demandé la création d'un comité de conflits d'intérêts composés exclusivement de membres indépendants. Le fonds britannique, NR Atticus, a opté pour la publication d'encarts dans les journaux afin de demander aux actionnaires « passifs » de se joindre à leur action d'annulation du report de l'assemblée générale demandée par la coalition de contrôle.

Les actionnaires contestataires peuvent également mener leur activité informationnelle plus loin en s'adressant aux autorités de marché et à l'Etat afin que des réformes de textes législatifs et réglementaires soient entreprises. Ce processus peut être chaotique car, il s'accompagne d'une procédure longue caractérisée par de nombreuses annulations de décisions judiciaires antérieures et par l'apparition d'une jurisprudence abondante et « contradictoire » et par des débats parlementaires (J. F. Dubot, 1998, p. 125). Certaines associations telles que l'ADAM mènent une activité de *lobbying* afin d'améliorer la protection juridique des actionnaires minoritaires. Elles poursuivent un objectif clair « faire avancer la jurisprudence » vers une meilleure protection des épargnants. Aujourd'hui, les associations d'actionnaires demandent la publication de la liste des titres bloqués avant les assemblées (comme cela se pratique aux Etats-Unis) afin de fédérer les votes des actionnaires individuels. Selon Colette Neuville, les actionnaires sont peu incités à voter car les délais de convocation et d'envoi du vote par correspondance sont très courts. Ses revendications passées concernaient les conditions d'application d'une OPR suivie d'un retrait obligatoire, la suppression des OPA partielles et des augmentations de capital avec émission de droits préférentiels de souscription, sujet toujours d'actualité.

Sachant que les objectifs d'activisme des actionnaires minoritaires actifs sont variés et que certains tels que les associations « spécialisées » mènent des activités de *lobbying* afin d'améliorer la protection juridique des actionnaires minoritaires, nous énonçons l'hypothèse suivante :

Hypothèse 15b : Il existe une relation positive entre l'activisme « associatif » effectué par des associations « spécialisées » et la probabilité de succès de cet activisme.

Cependant, tous les actionnaires minoritaires dissidents n'utilisent pas de manière systématique la voie médiatique. Par exemple, les fonds de pension TIAA-CREF et SWIB refusent de recourir à ce moyen. Une phase de négociation préalable à une contestation publique et à la mise en place d'un processus de sollicitation des votes sera privilégiée. D'autres fonds tels que CalPERS, CalSTRS et NYC choisissent une voie conflictuelle (« *confrontal strategies* »⁹³) et ont recours de manière systématique à la presse (D. Del Guercio et J. Hawkins, 1999, p. 305).

1. 2. Les activités de sollicitation des votes

Cette phase de consensus entre plusieurs actionnaires minoritaires appartenant à des coalitions hétérogènes a pour fonction d'inciter les actionnaires minoritaires passifs à voter afin d'obtenir par exemple 10 % des droits de vote pour demander une expertise de gestion. U. Bhattacharya (1997) montre que cette phase, composée d'actions en communication assimilées à des actions de *lobbying* (appels téléphoniques, campagnes médiatiques, publicité légale), a pour fonction de solliciter les votes d'une coalition minoritaire passive. J. Pound (1988) suppose que les actionnaires seront incités à déléguer leur fonction de vote au dissident si celui-ci acquiert des actions avant ou après la « bataille de procuration ». Cette acquisition signale aux actionnaires que l'objectif du dissident répond à l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale. La qualité du dissident sera importante pour que les autres actionnaires « passifs » lui accordent leur confiance. Si le dissident est un actionnaire individuel « passif » dont l'horizon d'investissement est le long terme, il signalera aux autres actionnaires que sa motivation est la protection de l'investissement existant. « Une participation importante du dissident augmente ses chances, pas seulement grâce aux droits de vote additionnels procurés par sa participation, mais aussi parce que le dissident est plus enclin à absorber une partie du risque résiduel associé à son plan » (J. Pound, 1988, p. 245). Ainsi l'acquisition d'actions avant la

⁹³ Selon A. K. Prevost et R. P. Rao (2000), les actionnaires actifs et notamment les investisseurs institutionnels optent pour deux types de voies : soit une voie consensuelle (« *non confrontal longterm jawboning strategies* »), soit une voie conflictuelle (« *confrontal strategies* »).

« bataille de procuration » ou la promesse d'acquérir des actions devraient augmenter la probabilité de réussite de la « bataille de procuration ». D'autres variables explicatives sont à prendre en compte tels que le choix de l'objet d'activisme et la performance comptable.

Comme nous l'avons mentionné au cours de la première partie, le taux d'absentéisme et le taux d'approbation des actionnaires aux assemblées générales est fonction de la résolution proposée. En France, l'étude de C. Parier (1997, p.38) montre que la résolution la plus contestée est celle maintenant les autorisations d'augmentation de capital en période d'OPA-OPE. En effet, l'adoption de certaines catégories de clauses suggère une diminution de la richesse des actionnaires (D. Strickland et *al.*, 1996, p. 332) mais aussi une diminution de leur pouvoir décisionnel. Comme nous l'avons déjà mentionné, la protection offerte par la mobilité du capital n'est efficace qu'*ex ante* ; *ex post* elle peut conduire à ne réaliser que des moins-values. Par exemple, la coalition de contrôle peut prendre un ensemble de mesures pour se protéger de toutes tentatives de prise de contrôle ou exiger une augmentation de capital avec suppression des droits préférentiels de souscription pour diluer les droits politiques des anciens actionnaires. Or, ces deux types d'opérations ont des conséquences sur la mobilité des titres des actionnaires minoritaires. En limitant leur possibilité de sortie, la coalition de contrôle réduit les opportunités offertes aux actionnaires de réaliser une plus-value lors de la revente de leurs titres. Par conséquent, la demande d'adoption ou d'annulation de clauses qualifiées de *managériales* (clauses limitant les droits de vote des actionnaires, par exemple) ainsi que la nature des opérations de restructuration incitent les actionnaires minoritaires à se mobiliser afin de faire échouer la stratégie de la coalition de contrôle. D'où les hypothèses suivantes :

Hypothèse 19a : Il existe une relation positive entre la demande d'adoption ou d'annulation de clauses qualifiées de *managériales* et la probabilité de succès de cet activisme.

Hypothèse 19b : Il existe une relation positive entre les opérations de restructuration contestées et la probabilité de succès de cet activisme.

Les actionnaires minoritaires peuvent également profiter des opérations de restructuration pour négocier une augmentation du prix de revente de leurs titres. Néanmoins, leurs incitations à se mobiliser seront d'autant plus fortes que leur possibilité

de vendre leurs titres en réalisant une plus-value disparaîtra et sera dépendante du contexte financier défavorable de l'entreprise. L. DeAngelo (1988) démontre que les actionnaires dissidents choisissent également certains indicateurs comptables pour signaler à la coalition minoritaire passive les mauvaises performances financières de l'entreprise visée. La coalition dissidente cherche notamment à inciter les actionnaires passifs à se joindre à leur activisme en critiquant les mauvaises performances de la direction au moyen d'indicateurs comptables. Cette dernière préfère utiliser ces indicateurs plutôt que des mesures boursières, car l'activité du ou des dissidents a un impact positif sur l'évaluation de leur activisme, c'est-à-dire sur la rentabilité boursière (H. DeAngelo et L. DeAngelo, 1989, p. 34). Comme le démontrent L. A. Gordon et J. Pound (1993, p. 712), les décisions de vote des actionnaires ne tiennent pas compte des rentabilités anormales dont l'évaluation nécessite des connaissances spécifiques en théorie financière. Dès lors, ils mesurent plusieurs types d'information transmise à la coalition minoritaire passive : la performance économique de l'entreprise visée ; l'identité de l'actionnaire initiateur du processus et le type de proposition soumise au vote. Ils montrent, en effet, que la performance comptable de l'entreprise signale au marché les capacités de l'équipe de direction à améliorer la richesse des actionnaires (L. A. Gordon et J. Pound, 1993, p. 707). D'où l'hypothèse suivante :

<p>Hypothèse 20 : Il existe une relation positive entre la mauvaise performance comptable de l'entreprise visée et le succès de l'activisme des actionnaires minoritaires.</p>

Conclusion

L'analyse processuelle de l'activisme des actionnaires minoritaires en France est une étape nécessaire à la construction d'un modèle explicatif. Contrairement au modèle américain, cet activisme se caractérise par un ensemble de processus stratégiques de décision publique (le *lobbying*), de négociation, de « bataille de procuration » et de « batailles judiciaires ». Ils se traduisent par un ensemble d'activités d'influence organisées en réseaux de manière séquentielle ou parallèle.

La stratégie défensive ou offensive des actionnaires minoritaires se traduit généralement par le recours systématique à la procédure judiciaire en tant « qu'outil de gestion de la communication » (A. Couret, G. A. de Sentenac 1990). L'activisme français présente également la particularité de mettre en œuvre des mécanismes alternatifs de contrôle tels que la création ou le recours à une association d'actionnaires. Ce mécanisme de contrôle de nature intentionnelle, spécifique ou non, présente l'avantage de remédier au problème du « passager clandestin ». Or, le choix de ces activités d'influence dépend de la composition de la coalition dissidente (*cf.* tableau II.7) et, il détermine la probabilité de succès de l'activisme.

Chaque catégorie d'actionnaires minoritaires possède des ressources, des capacités et des compétences propres qui déterminent leur faculté à devenir actifs et, de ce fait, « activistes ». Leur activisme sera alors fonction de leur degré d'expertise, d'indépendance vis-à-vis de la coalition de contrôle et de leur degré d'influence. Les institutions financières et les investisseurs institutionnels, actionnaires « pivot » au sein d'une coalition dissidente, seront mieux armés pour surveiller les équipes dirigeantes, notamment parce que le connaissance du secteur et le traitement de l'information y sont traités plus efficacement. Leur influence sera alors qualifiée de « latente » et ne sera exercée que dans des cas particuliers de mauvaises performances boursières, par exemple. L'influence des actionnaires individuelles, *via* les associations d'investisseurs, est temporaire et ils exercent sur la coalition de contrôle un pouvoir de « persuasion » et d'« opinion ». Quelles seront alors les conséquences de cette pression pesant sur la latitude de la coalition de contrôle ?

Tableau II.7 : Une typologie de l'activisme des actionnaires minoritaires en France

Minoritaires actifs	Objectifs d'activisme	Sous processus	Les stratégies des actionnaires et les différentes étapes du processus
Les petits porteurs	<p>Annuler les mesures :</p> <ul style="list-style-type: none"> - verrouillant le capital de la société (clauses statutaires limitant les droits de vote des minoritaires) ; - diluant le capital 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 bénéficiaires sans distribution de dividendes pendant plusieurs exercices consécutifs) (E. Cohen, 1997). <p>Négocier une prime de sortie (A. Couret, 1992, 1996)</p>	Action associationnelle par l'ADAM Processus de Lobbying et Processus judiciaire (PJ)	« 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 ».
		Action Associationnelle par l'ANAF Bataille de procuration	Vote, aux assemblées générales, contre les clauses « anti-OPA ». « Activisme consensuel » et occasionnellement coordonné.
		Action associationnelle par l'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 » (<i>Communiqué de l'AEDE</i> , 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, ...).
Les actionnaires salariés	<ul style="list-style-type: none"> - Demande de représentation minoritaire au conseil d'administration ; - Amélioration des performances financières ; - Demandes plus spécifiques ; - Mise en place d'un plan de redressement avec maintien de l'emploi. 	<p>Batailles de procuration (BP)</p> <p>Création ou adhésion à une association d'actionnaires-salariés</p>	Si l'objectif est la demande d'indemnisations ou si l'entreprise connaît des difficultés financières, l'activisme sera caractérisé par des activités judiciaires accompagnées de batailles de procuration. Si l'objectif est d'obtenir le contrôle minoritaire, alors l'activisme sera une « bataille de procuration ».
Les investisseurs institutionnels anglo-saxons	<ul style="list-style-type: none"> - Adoption des critères de gouvernement d'entreprises mentionnés dans les deux rapports Viénot ; - Maximisation de la performance financière. 	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.
Les investisseurs financiers	<ul style="list-style-type: none"> - Contrôle minoritaire ou majoritaire ; - Maximisation de la valeur actionnariale. 	Processus de lobbying et judiciaire	« Activisme consensuel ou agressif »

Chapitre 3.

La réaction du marché financier à l'activisme des actionnaires minoritaires

Approcher l'activisme à travers la théorie de la gouvernance revient à inscrire la réflexion à travers le paradigme de l'efficacité. L'activisme des actionnaires minoritaires est-il un mécanisme efficace ?

G. Charreaux (1999, p. 98-99) distingue trois degrés d'efficacité :

- le premier degré correspond à une situation idéale où les coûts d'agence seraient inexistants.
- le second degré correspond au cas où une forme alternative de contrôle émerge afin de réduire au maximum les coûts d'agence. Il s'agit de l'efficacité au sens du « critère de réparabilité », selon lequel une situation existante est tenue pour efficace si aucune autre forme peut produire un gain net supérieur.
- le troisième degré correspond à toute forme organisationnelle dans laquelle des arrangements entre les parties à l'accord ont été négociés librement et efficacement.

L'activisme des actionnaires minoritaires est un mécanisme efficace (au second degré) dans le sens où ce mécanisme alternatif de contrôle possède les capacités à réduire les coûts d'agence comparativement aux autres formes organisationnelles. Comme nous l'avons analysé au cours de la première partie, des arrangements organisationnels émergent du processus d'activisme. Par exemple, la présence des administrateurs indépendants sera plus forte dans les conseils d'administration, des comités d'actionnaires seront créés ainsi que des comités d'audit ou de rémunération, une séparation des fonctions de Président et de Directeur Général sera entreprise, les politiques de communication seront améliorées et la distribution de dividendes favorisée. Ces aménagements issus notamment des décisions « d'ajustement » prises par la coalition de contrôle sont à l'origine de nouvelles situations d'équilibre organisationnel (efficacité au troisième degré).

Ainsi, le renforcement des systèmes de contrôle peut renforcer la latitude de la coalition de contrôle. Ces mesures peuvent conforter la position de l'équipe de direction, et par conséquent de la coalition de contrôle, en réduisant d'une part la rentabilité de leur

stratégie d'enracinement et en augmentant, d'autre part, les gains associés à l'utilisation des ressources de l'entreprise dans l'intérêt des actionnaires minoritaires. Toutefois, ce nouveau partage de la valeur se fait-il au détriment des autres parties prenantes à l'organisation ?

De plus, la multiplication de ces nouveaux systèmes de contrôle ne se justifiera que si les gains d'efficience associés à leur mise en place sont plus élevés que leurs coûts de fonctionnement, notamment les coûts d'opportunité liés à une moins grande latitude décisionnelle des dirigeants. Dans cette dernière situation, il peut être de l'intérêt de la coalition de contrôle de radier la société de la cote ou de demander sa liquidation judiciaire. Comme le souligne G. Charreaux (1997b, p. 498), « le renforcement des droits des actionnaires minoritaires peut inciter les dirigeants à fermer le capital et à sortir de la cote, privant ainsi l'entreprise des possibilités de financement offertes par le marché et de l'outil de contrôle de la performance que constitue la cotation ».

Au cours de ce chapitre et à partir du modèle financier de la gouvernance des entreprises (section 1) ainsi que du modèle contractuel partenarial (section 2), nous émettrons essentiellement des hypothèses relatives aux effets de l'activisme sur la richesse des actionnaires autour de la date d'annonce de l'activisme.

Section 1. L'ACTIVISME COMME INSTRUMENT DE DISCIPLINE DES DIRIGEANTS AU SERVICE DES ACTIONNAIRES

L'activisme a longtemps été analysé comme un mécanisme de contrôle venant se substituer ou se compléter à celui du marché des prises de contrôle. Les restrictions légales de l'activité du marché du rachat d'entreprises et la multiplication des mesures anti-OPA ont favorisé l'émergence d'un « nouveau modèle politique » : les « batailles de procuration » (J. Pound, 1992). Ce nouveau mécanisme a pour fonction d'éviter que les objectifs personnels des dirigeants conduisent à un appauvrissement des actionnaires minoritaires. Ce système de « prise de parole » intervient alors pour révoquer les dirigeants enracinés, pour les inciter à être performants (dans le sens d'une amélioration de la performance actionnariale de l'entreprise), pour modifier la composition du conseil d'administration (nomination d'administrateurs actifs et indépendants) ou pour mettre en place d'autres mécanismes alternatifs (comité de rémunération, comité d'actionnaires,

comités d'audit, nomination d'administrateurs indépendants...) afin de contrôler les comportements de ces derniers.

Selon la théorie de l'agence, les changements de dirigeants interviennent dans un contexte de performance médiocre et leur succession entraîne généralement une amélioration de celle-ci. D'après la théorie de l'enracinement, le remplacement du dirigeant devient coûteux si ce dernier possède des compétences spécifiques à la firme, créatrices de rentes et difficilement remplaçables. Les études empiriques françaises et américaines montrent que l'impact de l'annonce du changement de dirigeant dépend de la nature de son départ et de la nomination du successeur. En cas de départ « subi » (dus à des facteurs exogènes tels que le décès), cet impact sur la richesse des actionnaires est non significativement différent de zéro (I. Dherment Ferere, 1997, p. 16). Au contraire, dans le cas d'un départ « forcé » (non renouvellement du mandat ou révocation du dirigeant), la réaction du marché financier est positive (I. Dherment Ferere, 1997, p. 16). De plus, la réaction des investisseurs est favorable à l'annonce d'un successeur extérieur à l'entreprise (J. Hubler et G. Schmidt, 1999, p. 162). Toutefois, ces réactions boursières sont dépendantes de facteurs de contingence tels que la santé financière de l'entreprise ou les opérations de cessions d'actifs qui suivent leur départ forcé (D. J. Denis et D. K. Denis, 1995). Effectivement, les dirigeants font face à de fortes activités de surveillance et de sanction pendant les périodes à forte activité de prises de contrôle (W. Mikkelson et M. Partch, 1997). Par conséquent, le marché financier devrait réagir positivement à l'annonce d'un processus d'activisme des actionnaires minoritaires relatif aux modalités de prise de contrôle sachant que les dirigeants de ces entreprises seront de ce fait soumis à de fortes activités de surveillance et éventuellement de sanction. Quelle sera la réaction du marché financier à l'annonce d'autres cas d'ouverture d'un processus d'activisme des actionnaires minoritaires ?

« La fonction principale d'une proposition de résolution est d'agir comme un mécanisme de signalisation afin d'alerter le marché financier de l'incompétence du dirigeant ou de son incapacité à entreprendre des arrangements avec les fonds publics afin d'éviter la soumission d'une proposition » (A. R. Prevost et R. P. Rao, 2000, p. 178). Ainsi, le marché financier devrait réagir de manière positive à l'annonce d'un processus d'activisme par des actionnaires minoritaires. En effet, cette information indique que des mesures vont être entreprises pour aligner les intérêts de la coalition de contrôle avec ceux

des actionnaires minoritaires. L'activisme aura pour fonction première de forcer le dirigeant à prendre en compte les intérêts politiques des actionnaires minoritaires qui ne souhaitent pas avoir comme unique solution de se retirer de la société. Dans ce cas, l'activisme est un processus ayant pour finalité d'établir un consensus entre les différentes parties prenantes. La voix de la négociation sera alors privilégiée et elle aura des effets positifs sur la richesse des actionnaires minoritaires.

Cette approche initiale, en privilégiant l'investissement financier, a fondé la notion d'efficience⁹⁴ sur la performance actionnariale et les systèmes incitatifs. Elle a servi de cadre à de très nombreuses études empiriques (P. Dodd et J. Warner, 1983 ; H. DeAngelo et L. DeAngelo, 1989 ; L. Borstadt et T. Zvirlein, 1992). Celles-ci, afin d'apprécier la validité de la théorie, cherchent également à tester l'influence de la composition de la coalition dissidente (associations d'actionnaires, actionnaires institutionnels, actionnaires individuels) et des motifs de contestation sur la richesse des actionnaires. Cependant, les résultats de ces études empiriques sont dans l'ensemble contradictoires et peu concluants (J. H. Muhlerin et A. B. Poulsen, 1998 ; A. K. Prevost et R. P. Rao, 2000).

Selon R. Romano (1993), le contrôle par des fonds de pension actifs n'améliore pas l'efficacité du système de gouvernement des entreprises visées. Cet auteur, ainsi que A. Admati, P. Pfleiderer et J. Zechner (1994), expliquent les sources de ces inefficacités par l'existence de problèmes d'agence entre les gérants de ces fonds et leurs clients résiduels. Ils supposent que ces agents utilisent leur influence pour parvenir à réaliser leurs objectifs privés ou politiques au détriment de la maximisation de la richesse créée. Ainsi, la fonction disciplinaire de l'activisme des actionnaires minoritaires peut dépasser les seules relations actionnaires et dirigeants pour s'étendre à d'autres parties prenantes et, notamment les salariés. D'où l'énoncé de l'hypothèse suivante :

Hypothèse 21a : Le marché financier réagit positivement à l'annonce d'un activisme par des actionnaires minoritaires.

⁹⁴ Dans ce cas, seul le troisième degré de l'efficience est atteint si un arrangement entre les parties à l'accord a été négocié librement et efficacement. Toutefois, l'activisme sera un mécanisme efficace si les coûts d'influence (frais de contentieux, frais d'envoi de courriers et d'appels téléphoniques, frais de collecte et de traitement des données,...) sont inférieurs aux gains pour les deux parties à l'accord.

Section 2. L'ACTIVISME COMME INSTRUMENT FACILITANT LA CREATION DE LA VALEUR POUR L'ENSEMBLE DES PARTIES PRENANTES

Le marché financier peut réagir négativement à l'annonce d'un activisme. Cette hypothèse est fondée sur deux arguments. Le premier est qu'un processus d'activisme n'est pas un moyen efficace permettant à une coalition dissidente de négocier ou d'imposer des changements organisationnels. En effet, cette dernière ne possède, ni l'expérience, ni les compétences pour gérer les sociétés visées (C. Wohlstetter, 1993, p. 78). De plus, certaines catégories d'actionnaires minoritaires sont elles mêmes soumises à des pressions. Les actionnaires individuels peuvent exercer une pression indirecte sur le coalition de contrôle au moyen des gestionnaires de fonds. Ils peuvent discipliner ces derniers relativement aux dirigeants des sociétés en retirant leurs fonds ou en demandant leur révocation. Des pressions politiques s'exercent également sur les fonds de pension publics américains pour qu'ils entreprennent des investissements sociaux afin de maintenir l'emploi dans certains quartiers urbains ou certaines régions (R. Romano, 1993, p. 852). L'activisme d'une coalition minoritaire signalera alors au marché financier l'apparition de coûts supplémentaires (liés notamment aux coûts d'influence) et le risque d'appropriation de rentes par celle-ci. Ainsi, les actionnaires « activistes » peuvent poursuivre des objectifs personnels différents de ceux de la maximisation de la valeur actionnariale (octroie d'un prêt à des conditions avantageuses, avantages en nature,...) et de ceux de la valeur partenariale. Par exemple, un accroissement des dividendes destiné à satisfaire les actionnaires mécontents peut se faire au détriment des salariés qui obtiendront une part moins importante dans le partage de la rente.

De plus, dans l'intérêt de l'entreprise, les actionnaires ont intérêt à laisser à la coalition de contrôle et aux salariés de l'entreprise une certaine latitude décisionnelle et un horizon temporel suffisant afin de rentabiliser leurs investissements nécessaires au développement de leurs compétences (G. Charreaux, 2001a, p. 11). La protection de cette latitude les incite à engager des efforts nécessaires à la création des rentes. L'apparition de conflits avec des actionnaires dissidents peut au contraire les distraire, les déconcentrer ou les démotiver. Par exemple, l'activisme des actionnaires minoritaires peut inciter les dirigeants à fermer le capital et à sortir de la cote, privant ainsi l'entreprise des possibilités de financement offertes par le marché. Dans ce cas, l'activisme sera un mécanisme non

efficace dans le sens où seules les formes organisationnelles efficaces au deuxième degré survivent ou s'adaptent à l'environnement. De même, lors de l'étape de la négociation, les deux coalitions d'actionnaires peuvent négocier des arrangements néfastes pour l'intérêt des salariés de l'entreprise. Une baisse des effectifs peut découler de ces négociations. Ainsi, le contenu informationnel de la publicité de l'activisme sera jugé mauvais, si ce processus est contraire à la maximisation du bien être de chaque partie prenante à l'organisation.

Le second argument est fondé sur les différentes étapes composant le processus d'activisme et propres à chaque catégorie d'actionnaires actifs (S. Wahal, 1996 ; W. Carleton et *al.*, 1998 ; D. Del Guercio et J. Hawkins, 1999). La médiatisation du conflit peut, en effet, entraîner une baisse du prix du titre, le marché prenant conscience de l'existence de conflits d'intérêts entre la coalition de contrôle et certains actionnaires minoritaires ou de l'échec des négociations. Par la suite, la connaissance du motif de contestation renforcera ou non le sentiment de mécontentement. De nombreuses études empiriques ont montré que certaines résolutions traduisent la stratégie de neutralisation de la coalition de contrôle ainsi que sa réticence à entreprendre un dialogue et des changements organisationnels. Leur adoption s'accompagne généralement d'une diminution de la richesse des actionnaires. En effet, la résistance de la coalition de contrôle à une offre publique mesurée par le type de clauses statutaires adoptées ou proposées est capitalisée dans les rentabilités boursières. Toutefois, chaque motif de contestation est interprété de manière différente en fonction des préférences de chaque catégorie d'actionnaires. Sous cette hypothèse, l'activisme sera alors un mécanisme qui cherchera à discipliner le comportement déviant de la coalition de contrôle par une chute de la performance financière de l'entreprise. Cette première étape devrait améliorer le dialogue entre les différentes coalitions de contrôle. Toutefois, une répétition ou une prolongation du conflit liée à l'échec de la phase de négociations indique l'incapacité qu'ont les différentes coalitions à instituer un dialogue et à résoudre le conflit. On devrait alors observer, suite à la mise en place de nouvelles activités d'influence telles que les actions judiciaires et les actions médiatiques, une dévalorisation significative des performances financières. D'où l'hypothèse suivante :

Hypothèse 21b : Le marché financier réagit négativement à l'annonce d'un processus d'activisme par des actionnaires minoritaires.

Néanmoins, la coalition de contrôle peut anticiper et évaluer le risque d'activisme. Par exemple, Elf Aquitaine a préféré retirer la résolution d'autorisation d'augmentation de capital sans droit préférentiel de souscription lors de son assemblée générale ordinaire statuant sur les comptes de l'exercice clos de l'année 1999. Compte tenu des coûts subis par la coalition de contrôle en termes de réputation si la proposition est contestée et rejetée par l'assemblée, celle-ci a préféré retirer ce projet de résolution. Consciente de l'existence de la mise en place d'un mécanisme de contestation, cette dernière met en place de nouveaux mécanismes de dédouanement de son action. Par la suite, elle peut mettre en œuvre une nouvelle stratégie de communication, notamment de fidélisation de son actionnariat, pour diminuer la probabilité de réussite de l'activisme et ses effets négatifs sur les cours boursiers. Ainsi, la fonction disciplinaire de l'activisme ne sera pas perçue par le marché financier.

La prise en compte de cette capacité d'adaptation par la coalition de contrôle laisse supposer que le marché financier ne réagira pas à l'annonce de la mise en place d'un processus d'activisme. En effet, le marché financier aura déjà anticipé l'apparition de conflits d'intérêts avant la date d'annonce de l'activisme. D'où l'énoncé de l'hypothèse suivante :

Hypothèse 21c : Il n'existe aucune réaction significative du marché financier à l'annonce d'un processus d'activisme par des actionnaires minoritaires.

Néanmoins, quelles sont les nouvelles caractéristiques de la stratégie de la coalition de contrôle ? Quels sont ces effets sur le système de gouvernement d'entreprise ?

Nous pouvons émettre plusieurs hypothèses. D'une part, les coûts induits par l'activisme (frais judiciaires, coûts réputationnels) devraient motiver la coalition de contrôle à fidéliser son actionnariat au moyen d'une nouvelle politique de communication, de mécanismes alternatifs de contrôle tels que les différents comités étudiés dans la première partie, d'une meilleure représentation des actionnaires minoritaires au conseil

d'administration et d'une séparation des fonctions de PDG et de directeur général. Le système de gouvernement de ces entreprises devrait alors évoluer vers un système plus démocratique. Ce nouveau système démocratique et conventionnel serait alors caractérisé par une égalité symbolique des actionnaires et par une représentation des intérêts divergents des différents actionnaires. Toutefois, ces changements ne sont pas sans lien avec l'environnement institutionnel et notamment des recommandations énoncés par les deux rapports Viénot. D'autre part, on peut se demander si la prise de conscience par la coalition de contrôle de l'existence d'un actionnariat activiste l'incite à prendre des décisions contraires aux objectifs de maximisation de la valeur partenariale. Cette réaction négative peut notamment se traduire par le retrait de la cote de la société, par la mise en place de mesures anti-OPA supplémentaires, par des opérations de rachat d'actions et, par conséquent, un accroissement de la participation financière de la coalition de contrôle. A l'inverse du premier modèle, le système de gouvernement de ces entreprises devrait évoluer vers « une oligarchie technocratique » (P. Y. Gomez, 2001, p. 176). Cependant, il ne nous semble pas pertinent de tester ces deux principales hypothèses sans tenir compte du système de représentation des différentes coalitions d'actionnaires et de l'environnement institutionnel (cf. le graphique 4 du chapitre 2 de la partie 1). En effet, peu de théories proposent des explications de l'activisme, représenté non plus comme un mécanisme contribuant à la création de la valeur, mais comme un outil de pouvoir, de recherche de rentes (d'appropriation de valeur), de création de normes sociales, ...

Conclusion

En retenant comme critère réducteur de mesure de l'efficience la valeur de marché des titres des actionnaires, l'activisme des actionnaires minoritaires est perçu comme un mécanisme de gouvernement des entreprises efficient si le marché financier réagit positivement à l'annonce publique de sa mise en place.

En privilégiant l'investissement financier, cette approche initiale a servi de cadre à de nombreuses études empiriques. Toutefois, la démarche partenariale qui définit la firme comme une équipe de production au sein de laquelle les compétences de l'ensemble des parties prenantes à l'organisation influencent la création de valeur, la rente organisationnelle, laisse supposer que l'activisme des actionnaires minoritaires est un mécanisme inefficent.

D'une part, les compétences des actionnaires actifs sont limitées. Le fait que les actionnaires institutionnels ou financiers aient, eux-mêmes, à rendre des comptes à leurs propres souscripteurs ou à leurs propriétaires, peut les inciter à exercer une pression sur la coalition de contrôle afin de prélever une partie des bénéfices de l'entreprise au détriment de la valeur partenariale.

D'autre part, le statut de créancier résiduel s'étend à l'ensemble des parties prenantes à l'organisation. De même que les actionnaires minoritaires, les salariés et les membres de la coalition de contrôle sont exposés au risque résiduel. La pression des actionnaires minoritaires dissidents sur la répartition de la richesse produite notamment par les salariés peut être contre-incitative pour l'ensemble des participants au nœud de contrat productif et, à plus ou moins long terme et à l'extrême, elle peut encourager la coalition de contrôle à retirer la société de la cote ou à demander sa liquidation judiciaire.

Dans ces derniers cas, l'activisme des actionnaires minoritaires signalera au marché financier l'apparition de coûts supplémentaires et une baisse de la productivité de l'entreprise. L'annonce publique de cet activisme sera alors accompagnée d'une réaction négative des investisseurs.

Enfin, le marché financier peut ne pas réagir à l'annonce d'un processus d'activisme, ce dernier anticipant une influence sans conséquence des activités des

actionnaires minoritaires liée notamment au processus d'ajustement mis en place par la coalition de contrôle.

Conclusion de la partie 2

Selon le modèle contractuel partenarial de la gouvernance, nos hypothèses relatives aux caractéristiques des entreprises visées par des actionnaires minoritaires dissidents, au succès de l'activisme et à ses conséquences sur la richesse des actionnaires sont construites à partir de l'étude du comportement actif d'une coalition de contrôle et d'une coalition minoritaire.

En effet, avant la mise en place du processus d'activisme, nous supposons que la coalition de contrôle mène une stratégie de neutralisation des mécanismes de gouvernement des entreprises censés notamment protéger les intérêts politiques et financiers des actionnaires minoritaires. Cette stratégie encourage l'équipe de direction et des actionnaires contrôlants ou minoritaires à se coaliser afin de défendre leurs intérêts communs.

Au cours de ce processus d'activisme, l'étude de la formation de cette coalition dissidente et l'étude de ses activités d'influence nous ont permise d'énoncer un ensemble d'hypothèses relatives au succès de l'activisme.

Enfin, dans une dernière partie, nous émettons les hypothèses que l'annonce publique de l'activisme s'accompagne, soit d'une réaction positive ou négative du marché financier, soit d'une absence de réaction.

Afin de tester la robustesse de ce modèle théorique construit au cours de cette partie partie, nous allons désormais procéder à la construction des modèles empiriques destinés à corroborer ou à réfuter les hypothèses présentées.

TROISIEME PARTIE
APPROCHE EMPIRIQUE
LES TESTS DES HYPOTHESES THEORIQUES

Dès le début des années 1980, des recherches principalement *anglo-saxonnes* ont commencé à s'intéresser aux relations entre les stratégies du dirigeant et l'activisme des actionnaires minoritaires. Elles ont aussi analysé les effets de l'activisme sur le système de gouvernement des entreprises visées, notamment le lien entre l'annonce publique de l'activisme et la performance à court et à moyen terme des entreprises. Ces travaux s'appuient sur les fondements de la théorie de la gouvernance et elles prennent souvent, lorsqu'elles sont empiriques, la forme de régressions logistiques ou d'études d'évènements.

L'analyse de leurs thématiques, méthodes de recherche et principaux résultats, permettra tout d'abord de positionner la présente recherche par rapport à la littérature existante pour ensuite, tester les hypothèses énoncées au cours de la partie précédente.

Notre étude quantitative repose sur un échantillon de cent douze sociétés françaises visées par des actionnaires minoritaires au cours des années 1990 (janvier 1989 à décembre 2000), parmi lesquelles soixante sont des sociétés cotées. Plusieurs tests vont donc être effectués afin de répondre aux questions suivantes :

- Quelles sont les caractéristiques des sociétés visées par des actionnaires minoritaires « activistes » ?
- Quels sont les facteurs explicatifs du succès de leur activisme ?
- Quelle est la réaction du marché financier à l'annonce publique de ce processus d'activisme ?

Afin de comparer nos résultats à ceux des études américaines (chapitre 1), nous énoncerons successivement les résultats issus des tests univariés et multivariés relatifs aux variables explicatives de l'activisme (chapitre 2) puis de son succès (chapitre 3). Enfin, une étude d'événement sera entreprise afin de mesurer la réaction du marché financier à l'annonce d'un processus d'activisme par des actionnaires minoritaires (chapitre 4).

Chapitre 1.

Les travaux empiriques antérieurs

Les résultats des études empiriques américaines divergent en fonction de la période d'échantillonnage et de la forme de l'activisme étudiée (activisme associatif, activisme institutionnel, activisme social et activisme individuel).

Les premières recherches américaines se sont intéressées à la « bataille de procuracy » en tant que mécanisme de contrôle externe venant se substituer à celui des offres publiques. A partir de la réforme de la SEC de 1992 ces travaux ont porté sur l'activisme des actionnaires institutionnels. Ainsi, une présence significative des fonds de pension américains dans le capital de sociétés cotées augmente la probabilité d'activisme et de succès. Toutefois, la prise en compte récente d'autres formes d'activisme telles que l'activisme social ou l'activisme initié par des unions syndicales ou religieuses permet d'affiner les premières analyses.

Les effets de l'activisme actionnarial varient en fonction des différentes formes d'activisme. De nombreux facteurs, comme les opérations de restructuration ou la révocation du dirigeant, qui ont lieu pendant ou à l'issue de l'activisme, et les indemnités ou les arrangements obtenus par la coalition dissidente, expliquent la variété des résultats empiriques.

Dès à présent, présentons cette revue des études empiriques américaines en nous intéressant, en premier lieu, aux déterminants de l'activisme actionnarial (section 1), puis aux facteurs explicatifs de son succès (section 2) et enfin, aux effets de ce processus sur la richesse des actionnaires et sur le système de gouvernement des entreprises visées (section 3).

Section 1. LES DETERMINANTS DE L'ACTIVISME

Aux Etats-Unis, les caractéristiques des sociétés visées par des actionnaires dissidents ont été déterminées suite à la diminution des tentatives de prise de contrôle et à l'apparition d'une nouvelle forme d'action individuelle ou collective initiée par les

actionnaires institutionnels américains. L'objectif de ces études est alors de définir les caractéristiques des sociétés visées par des fonds de pension *anglo-saxons*.

Concernant le programme d'activisme du fonds de pension CalPERS, M. P. Smith (1996, p. 233) constitue trois échantillons de contrôle : un premier élaboré à partir du secteur de chaque entreprise composant l'échantillon des sociétés visées par CalPERS ; un deuxième composé de firmes susceptibles d'être visées en termes de mauvaises performances financières et de structure de l'actionnariat ; un troisième formé d'entreprises potentiellement candidates en termes uniquement de performance financière. M. P. Smith montre que le processus de sélection des entreprises par le fonds de pension CalPERS est fonction du taux de participation financière des actionnaires institutionnels et de la taille de l'entreprise. Ces deux derniers facteurs entrent dans l'évaluation des bénéfices attendus après la mise en œuvre d'un processus d'activisme. Cependant, ces critères de sélection sont propres à chaque catégorie d'actionnaires dissidents.

Le fonds de pension TIAA-CREF entame un processus de négociation lorsque le conseil d'administration est trop homogène pour défendre les intérêts de l'ensemble des parties prenantes à l'organisation ; lorsque l'entreprise a la possibilité d'exercer des actions dites privilégiées afin de s'opposer à une tentative de prise de contrôle ou encore lorsque l'entreprise n'a pas encore adopté des certificats de droits de vote garantissant la confidentialité du vote et de l'identité des actionnaires (W. T. Carleton et *al.*, 1998, p. 1345-1348). Les entreprises ainsi sélectionnées sont également caractérisées par une faible participation financière des actionnaires internes et par une forte participation financière des actionnaires institutionnels. W. T. Carleton et *al.* (p. 1349) constatent qu'une augmentation de 1 % de cette dernière participation réduit la probabilité d'arrangements avec le fonds TIAA-CREF de 0,95 %. En revanche, la présence d'actionnaires ayant la réputation d'être « actifs » tels que les neuf fonds de pension mentionnés par S. Wahal (1996) n'a aucun impact sur la probabilité d'une société d'être sujette à un activisme. Seules les mauvaises performances financières des entreprises constituent le facteur explicatif commun d'un processus d'activisme par ces fonds de pension, à l'exception du fonds de pension CREF (D. Del Guercio et J. Hawkins, 1999, p. 328-329).

S'agissant de celui-ci, W. Carleton et *al.* (1998) démontrent que seule la structure de propriété influence la probabilité qu'une entreprise soit visée par cet actionnaire

institutionnel. Cette probabilité est liée positivement au pourcentage de capital détenu par les actionnaires institutionnels et négativement au pourcentage de capital détenu par les actionnaires internes. K. John et A. Klein (1995) trouvent des résultats similaires pour les propositions de résolutions soumises au vote par des actionnaires individuels et institutionnels de juillet 1991 à juin 1992. Ces résultats ont été corroborés par l'étude de J. Karpoff et *al.* (1996) relative aux résolutions proposées par des actionnaires individuels aux assemblées générales de 1987 à 1990. La probabilité pour une entreprise de recevoir une proposition de résolution par des actionnaires dissidents est liée positivement, et de manière significative, à la taille de l'entreprise et au pourcentage de capital détenu par les investisseurs institutionnels et, négativement, aux performances comptables et au taux d'endettement.

Néanmoins, les différences de résultats sont également liées aux périodes d'échantillonnage (*cf.* tableau III.1 pour une revue chronologique des résultats des études empiriques *anglo-saxonnes*). En effet, le programme d'activisme des fonds de pension a été modifié à partir de l'année 1993. Des procédures de négociation sont dorénavant entreprises avant l'annonce publique d'un processus d'activisme. En outre, en fonction des évolutions juridiques les actionnaires dissidents peuvent entreprendre de nouvelles activités de sollicitation telles que les activités de *lobbying*. S. Choï (2000, p. 252-253) explique notamment que la réforme entreprise par la SEC en 1992 à encourager la dissidence des actionnaires. Dès lors, une entreprise ayant de faibles performances envoie un signal négatif au marché financier qui incite les actionnaires à mettre en place un processus d'activisme même si la coalition de contrôle détient un fort pourcentage de droits de vote. Cette réforme en modifiant les comportements de vote des actionnaires remanie les facteurs explicatifs du succès de l'activisme.

Section 2. LES FACTEURS EXPLICATIFS DU SUCCES DE L'ACTIVISME

Le taux de succès d'une « bataille de procuration » est de 25 % et, selon J. Pound (1989, p. 361), 25 % à 30 % des conflits sont résolus avant la tenue de l'assemblée générale.

J. Pound (1988) souligne que le succès de la « bataille de procuration » dépend de l'importance du capital détenu par investisseurs institutionnels et par la coalition dissidente (en moyenne, cette participation est de 14 % et elle est deux fois plus élevée que la

participation *managériale*) et des activités d'influence mises en place par la minorité. Par exemple, la motivation des actionnaires dissidents à obtenir le contrôle partiel de la société incite les actionnaires passifs à se joindre à leur « bataille de procuration » dans le cas où ils anticipent une éventuelle prise de contrôle de la société par la coalition dissidente. Ce sentiment sera renforcé par l'offre formelle d'acquisition d'actions par la minorité dissidente au cours du processus d'activisme.

D. Strickland et *al.* (1996) s'opposent à J. Pound (1988) en estimant que la forte présence des actionnaires institutionnels détermine le succès de l'activisme. Comme L. A. Gordon et J. Pound (1993), ils mesurent cette réussite à partir du pourcentage de votes réunis pour l'adoption d'une résolution proposée en assemblée générale (D. Strickland et *al.*, 1996, p. 327). La « bataille de procuration » sera qualifiée de succès si elle réunit plus de 50 % des droits de vote ou si des négociations entre les deux coalitions opposées ont pu être entreprises. Ce taux de succès est passé de 20,8 % en 1990 à 72,2 % en 1993.

Les résolutions les plus souvent contestées sont celles qui portent sur les « *pilules empoisonnées* », les votes confidentiels et les « parachutes dorés ». Le processus de négociation a lieu dans les entreprises caractérisées par un nombre élevé d'actionnaires et par une faible participation financière des actionnaires internes. Le succès du processus d'activisme est lié à la forte participation financière des actionnaires institutionnels, à la catégorie de résolutions proposées (« pilule empoisonnée ») et à l'année de l'activisme (avant ou après 1993).

S. L. Gillan et L. T. Starks (2000, p. 295) corroborent une partie de ces résultats dans une étude qui porte sur l'adoption de 2 042 résolutions proposées dans 452 entreprises de 1987 à 1994. L'année de l'activisme (avant et après 1992), le type de résolutions proposées (résolutions liées aux offres publiques), la performance financière et le pourcentage de capital détenu par les actionnaires institutionnels sont des variables significatives au seuil de 1 %. Dans leur modèle, l'identité des actionnaires dissidents est également une variable significative. Une « bataille de procuration » initiée par un actionnaire institutionnel ou par un groupe coordonné d'actionnaires explique l'adoption des résolutions qualifiées « d'actionnariales » lors des assemblées générales.

Suite à la réforme de la SEC de 1992, les catégories d'actionnaires dissidents ainsi que leurs comportements de vote ont été modifiés. S. Choï (2000, p. 255-256) explique que l'évolution réglementaire a eu un impact négatif sur la probabilité de faire adopter des

propositions de résolutions. Seul le taux de succès des propositions de nomination d'administrateurs a augmenté. Toutefois, de 1991 à 1995, le succès de l'activisme des actionnaires minoritaires dépendait de la participation au capital des actionnaires institutionnels non affiliés à la coalition de contrôle. La composition de la coalition dissidente joue aussi un rôle important. Les unions syndicales et religieuses réunissent peu de votes du fait de leurs objectifs d'activisme différents de celui de la maximisation de la valeur actionnariale. Ce résultat semble expliquer le faible taux de succès enregistré après la réforme de 1992 qui, en abaissant les coûts des « batailles de procuration », a encouragé l'apparition de nouveaux dissidents dont les demandes divergent de celles partagées par les autres catégories d'actionnaires. Quelles seront par conséquent les effets de ces nouvelles formes d'activisme actionnarial sur la richesse des actionnaires et sur le système des gouvernement des entreprises visées ?

Tableau III.1 : Une revue empirique - l'activisme anglo-saxon, le cadre théorique choisi et la problématique

Auteurs	Hypothèses	Méthodologie	Variables	Résultats
<p>J. Pound 1988</p>	<p>Le succès d'une « bataille de procuration » dépend de :</p> <p>1. La stratégie de la coalition dissidente pour réduire l'asymétrie informationnelle : le motif de contestation ; l'acquisition d'actions ; le pourcentage de droits de vote détenu.</p> <p>2. La participation faible des investisseurs institutionnels et des blocs de contrôle</p>	<p>100 entreprises de grande taille de 1981-1985</p> <p>Les objectifs de la coalition dissidente (p. 249) sont :</p> <ul style="list-style-type: none"> - l'acquisition du contrôle majoritaire de la société ; - l'obtention du contrôle partiel ; - la contestation de résolutions <i>managériales</i> ; - la proposition de résolutions actionnariales. <p>Régressions logit</p>	<ul style="list-style-type: none"> • durée du processus de vote ; • nombre d'actionnaires dissidents ; • nature de l'assemblée (régulière ou spéciale) ; • pourcentage de capital détenu par chaque groupe d'actionnaires, y compris les blocs de contrôle et la coalition dissidente ; • motif de contestation. 	<p>Le succès de la « bataille de procuration » dépend de la faible participation au capital des investisseurs institutionnels, de la participation de la coalition dissidente (en moyenne 14 % et deux fois plus élevée que la participation <i>managériale</i>) et des activités de signalisation de la coalition dissidente.</p> <p>Les variables « contrôle partiel » et « offre formelle d'acquisition d'actions par la coalition dissidente » sont associées positivement à la réussite de cet activisme.</p>
<p>H. DeAngelo et L. DeAngelo 1989</p>	<p>Mise en place d'une campagne de sollicitation de votes en signalant :</p> <p>1. une liste de critiques à l'égard de la direction</p> <p>2. le degré d'expertise de l'actionnaire dissident en matière de gestion, de prise de contrôle et d'information spécifique</p>	<p>60 batailles de procuration de 1978-1985.</p> <p>L'objectif de la « bataille de procuration » est l'obtention d'un ou plusieurs sièges au sein du conseil d'administration.</p> <p>Mesure des fréquences des différentes variables explicatives.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • distribution de dividendes insatisfaisante ; • dettes excessives ; • performance économique faible ; • faible participation des administrateurs au capital ; • résistance inappropriée à une prise de contrôle ; • rémunération de la direction ; • réputation de <i>raider</i> du dissident ; • composition de la coalition dissidente. 	<p>Les dissidents obtiennent la majorité des sièges dans 20-25 % des cas.</p>

<p>L. A. Gordon et J. Pound 1993</p>	<p>Le succès d'une « bataille de procuration » dépend :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. de la qualité de la direction 2. du nombre d'amendements anti-OPA adoptés par l'entreprise 3. de l'identité de l'actionnaire dissident 4. de la catégorie de la résolution soumise au vote 	<p>266 propositions de résolutions de type <i>managérial</i> du 1^{er} septembre 1898 au 30 juin 1990.</p> <p>4 régressions linéaires</p>	<p>Le pourcentage des votes requis pour l'adoption d'une résolution proposée par une coalition dissidente est fonction :</p> <ul style="list-style-type: none"> • des catégories de résolution ; • de l'identité de l'actionnaire dissident ; • de la performance économique ; • de la composition de l'actionnariat (6 catégories d'actionnaires sont identifiées : ESOP ; les actionnaires internes ; les investisseurs institutionnels, les administrateurs externes qui détiennent un bloc de contrôle (au moins 5% du capital) ; les blocs de contrôle externes sans poste d'administrateur et les actionnaires individuels) ; • du nombre d'actionnaires ; • de la taille de l'entreprise. 	<p>Le succès de l'activisme est lié à l'identité de l'actionnaire dissident et du type de proposition soumise au vote.</p> <p>Deux catégories de dissidents sont associées à un pourcentage de votes significativement élevé : les investisseurs institutionnels et les membres de l'association USA. Les autres catégories d'actionnaires sont affiliées à la coalition de contrôle.</p> <p>Les propositions qui mobilisent les actionnaires minoritaires à voter contre leur adoption sont les <i>poison pills</i> et les amendements de supermajorité. Plus l'entreprise aura adopté de mesures anti-OPA (plus de 4), plus élevé sera le taux de contestation.</p> <p>Plus la performance de long terme de l'entreprise sera mauvaise, plus élevé sera le pourcentage de votes réunis contre les propositions de résolutions <i>managériales</i>. La taille est peu significative.</p>
<p>D. Strickland, K. W. Wiles et M. Zenner 1996</p>	<p>Le succès de l'activisme par l'association USA est fonction de :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Mauvaise performance financière 2. Taille 3. Catégorie de résolutions proposées 4. Durée du processus 5. Système de gouvernement 	<p>163 propositions de résolutions soumises au vote des actionnaires dans 85 entreprises de 1990-1993</p> <p>Régressions logit multiples</p>	<ul style="list-style-type: none"> • taille (logarithme de l'actif net) ; • performance financière (rendement net des fonds propres ROE – rendement des actifs ROA) ; • rentabilité boursière des capitaux propres ; • % de capital détenu par les actionnaires internes et d'actionnaires institutionnels dans le capital ; • proportion d'administrateurs externes ; • nombre d'actionnaires ; • présence de certaines catégories de résolutions <i>managériales</i> ; • date de soumission ou de contestation de la résolution proposée. 	<p>Les résolutions portant sur les pilules empoisonnées mobilisent les actionnaires. Elles réunissent 15 à 18 % de votes en plus par rapport aux autres catégories.</p> <p>L'année 1993 a mobilisé plus de 6 à 8 % de votes par rapport aux deux précédentes.</p> <p>La mobilisation des actionnaires est également fonction des performances médiocres de l'entreprise juste avant l'activisme. Elle est aussi liée positivement à la participation au capital des investisseurs institutionnels et négativement au nombre d'actionnaires.</p>

<p>M. P. Smith 1996</p>	<p>Les caractéristiques d'un activisme par des actionnaires institutionnels sont :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Faible détention de capital par les actionnaires internes 2. Forte participation au capital des actionnaires institutionnels 3. Grande taille de l'entreprise 	<p>51 entreprises visées par le fonds de pension CalPERS de 1987-1993</p> <p>Régressions probit</p>	<ul style="list-style-type: none"> • % de capital détenu par les actionnaires internes (dirigeants et administrateurs) ; • % de capital détenu par les actionnaires institutionnels ; • taille mesurée à partir du log de la valeur de marché des fonds propres ; • <i>Market to book</i> 	<p>La probabilité d'une entreprise d'être sujette à un activisme par le fonds CalPERS est fonction de la taille de l'entreprise et du niveau de participation au capital des actionnaires institutionnels</p>
<p>J. M. Karpoff, Malatesta P. H. et R. A. Walking. 1996</p>	<p>Les caractéristiques des entreprises visées sont :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Taille importante de l'entreprise ; 2. Participations élevées des actionnaires institutionnels et des actionnaires internes ; 3. Faible performance financière de l'entreprise ; 4. Fort effet de levier financier 	<p>269 entreprises faisant l'objet de propositions de résolutions de mars 1987 à octobre 1990</p> <p>Tests univariés et multivariés Régression logit</p>	<ul style="list-style-type: none"> • rentabilité boursière des fonds propres ; • taux de croissance des ventes ; • <i>operating returns on sales</i> ; • rentabilités anormales cumulées trois ans à compter de la date d'envoi des convocations ; • taille mesurée à partir de la valeur de marché des fonds propres ; • levier financier ; • % de capital détenu par les actionnaires internes (directeurs et administrateurs) ; • % de capital détenu par les actionnaires institutionnels 	<ul style="list-style-type: none"> - La forte participation au capital des actionnaires institutionnels ; - un nombre élevé d'actionnaires institutionnels ; - la taille importante des entreprises visées ; - un levier financier élevé ; - une performance financière faible

Section 3. LES EFFETS DE L'ACTIVISME

P. Dodd et J. Warner (1983) concluent que le mécanisme de « bataille de procuration » est un mécanisme inefficace car les actionnaires dissidents obtiennent une représentation au conseil d'administration dans seulement 25 % des cas de dissensions. Cependant, quelle que soit l'issue du conflit, des changements en termes de politique *managériale* et de gouvernement d'entreprises apparaissent après la résolution de l'activisme. Présentons les résultats de ces études empiriques sur les effets de l'activisme en nous intéressant tout d'abord à l'impact de l'activisme sur la richesse des actionnaires, et ensuite à son impact sur le système de gouvernement des entreprises visées.

1. Sur la richesse des actionnaires

D'après plusieurs études empiriques (D. Ikenberry et J. Lakonishok, 1993 ; U. V. Sridharan et M. R. Reinganum, 1995), la richesse des actionnaires diminue avant la date d'annonce d'un activisme. Entre la date d'annonce et les 60 jours précédents, P. Dodd et J. Warner (1983) mesurent que les rentabilités anormales cumulées (notées RAC) sont de 11,9 % pour les 96 contestations composant leur échantillon de 1962 à 1978. Pendant la période d'activisme, les rentabilités anormales cumulées sont positives de 8,2 %. Toutefois, la prise en compte d'autres fenêtres d'événement donne des résultats contradictoires. En effet, la date formelle d'activisme n'est pas la date de début d'activisme, puisque les activités d'influence de la coalition dissidente ont commencé plus tôt (P. Dodd et J. Warner, 1983, p. 422-423). D'autres facteurs expliquent ces résultats contradictoires ; les variations de richesse seraient liées notamment aux opportunités de sortie offertes aux actionnaires après la résolution du conflit. Selon H. DeAngelo et L. DeAngelo (1989), les origines d'une amélioration de la richesse des actionnaires dépendraient de la liquidation ou à la vente de la société visée. *A contrario*, une diminution de cette richesse est constatée dans les sociétés composées d'actionnaires dissidents qui ont gagné un siège au sein du conseil d'administration (D. Ikenberry et J. Lakonishok, 1993). Ainsi, les différences des résultats empiriques seraient liées à plusieurs facteurs : anticipations des actionnaires concernant l'issue de l'activisme et choix de la date d'annonce de l'activisme.

D. Ikenberry et J. Lakonishok (1993, p. 420) calculent une rentabilité anormale cumulative (notée RAC) de - 28,57 % pour les 50 entreprises dans lesquelles la coalition dissidente a obtenu un ou plusieurs postes d'administrateurs. Cependant, ce résultat est à analyser avec les tentatives de prise de contrôle qui suivent « la bataille de procuration » et avec le maintien des dirigeants au sein des sociétés visées.

Après l'annonce de la « bataille de procuration », D. Ikenberry et J. Lakonishok (1993, p. 420) constatent une diminution significative de - 17,24 % des rentabilités anormales cumulées entre 5 à 24 mois. L. Borstadt et T. Zvirlein (1992, p. 29) mesurent une chute non significative des rentabilités anormales cumulées qui se poursuit 36 mois après la résolution de l'activisme. Néanmoins, cette réaction du marché financier est liée aux différents modes de résolution du conflit.

En effet, selon L. Borstadt et T. Zvirlein, la chute de la performance financière se produit dans les entreprises où les actionnaires dissidents ont gagné la « bataille de procuration », alors qu'une augmentation significative de cette performance est constatée dans les entreprises opérables après l'échec de l'activisme (RAC = 20,5 %). Ces réactions boursières différentes seraient liées aux anticipations du marché financier concernant les opportunités de réalisation d'une prime de sortie. L'échec de l'activisme fait alors supposer au marché financier qu'une offre de prise de contrôle aura lieu après la résolution du conflit et afin de sanctionner l'équipe de direction à qui on attribue de mauvaises performances financières (L. Borstadt et T. Zvirlein, p. 30). Au contraire, si les actionnaires dissidents gagnent la « bataille de procuration », alors les investisseurs prennent conscience des intentions de contrôle de la coalition dissidente, non perçues comme efficaces. Cependant, les résultats de ces recherches passées qui ne tiennent compte ni des évolutions réglementaires intervenues en 1992 ni de l'activisme croissant des actionnaires institutionnels sont-ils identiques à ceux des études récentes ?

L'étude de J. H. Mulherin et A. B. Poulsen (1998, p. 291) confirme les résultats précédents tout en apportant quelques précisions supplémentaires. Ils retiennent comme date de début d'activisme le jour de l'annonce de la « bataille de procuration » dans la presse financière ou celui du dépôt de la fiche d'informations 14b sur les « batailles de procuration » imposées par la SEC à compter de 1992. Ils concluent qu'en général l'activisme par des actionnaires dissidents crée de la valeur actionnariale. Cependant, ce résultat est différent si on exclut de l'échantillon les entreprises qui ont été acquises ou qui

ont fait l'objet d'une offre publique. Dans ce dernier cas, les rentabilités anormales cumulées sont proches de zéro pendant la période du processus de contestations et, négativement significatives, un an après la résolution de conflit. L'accroissement de la richesse des actionnaires dépend des opportunités de sortie offertes par des opérations de restructuration qui interviennent pendant ou peu après la « bataille de procuration » (J. H. Mulherin et A. B. Poulsen, p. 297). Ainsi, les entreprises qui ont fait l'objet d'une prise de contrôle enregistrent des rentabilités anormales cumulées positives tout au long du processus (RAC de 20,1 %) et un an après la fin de l'activisme (RAC de 12,4 %).

Dans le cas des autres entreprises (J. H. Mulherin et A. B. Poulsen, 1998) non acquises après le processus d'activisme, la richesse des actionnaires varie en fonction des différents résultats obtenus par la coalition dissidente. Le marché répondra favorablement à l'activisme d'actionnaires dissidents si ces derniers gagnent une représentation au sein du conseil d'administration et modifient la composition de la coalition en place. Si cette coalition n'exerce pas sa fonction de contrôle en révoquant quelques dirigeants, l'entreprise sera pénalisée par une forte diminution de la performance financière (RAC de -18,5 %). Par contre, si contrairement aux anticipations du marché financier, la direction est remplacée par une nouvelle équipe un an après le processus, alors que la coalition dissidente n'a obtenu aucun poste d'administrateur, la réaction du marché sera largement positive (RAC de 31,3 %).

Enfin, notons que d'autres études empiriques ne trouvent aucun lien de causalité entre le succès de l'activisme et une amélioration de la performance financière.

S. Wahal (1996), J. Karpoff et *al.* (1996) et S. Gillan et L. Starks (2000) ne déterminent aucune relation significative entre l'activisme des actionnaires institutionnels et les rentabilités anormales des entreprises visées après la résolution du conflit. A partir d'un échantillon de dix sociétés constitué entre 1987 et 1988, M. P. Smith (1996) remarque que deux jours après l'annonce publique d'un activisme par le fonds CalPERS, les rentabilités anormales ont été significativement négatives. Pour S. Wahal (1996, p. 14), il n'existe pas de différence significative en termes de rentabilités anormales cumulées entre les entreprises visées par le fonds de pension CalPERS et les autres fonds de pension (8 au total). Les réactions positives du marché financier semblent être liées soit aux sous-processus d'activisme (processus de négociation), soit aux objectifs d'activisme (aucune résolution « actionnariale » n'est proposée).

En effet, D. Strickland et *al.* (1996) mesurent des rentabilités anormales positives de 0,9 % pour les entreprises qui négocient avec l'association américaine USA. Cependant, l'échec du processus de négociation entraînant une détérioration du conflit, une multiplication de propositions de résolutions et, par conséquent, une diminution de la probabilité de succès est la conséquence de la réaction négative du marché financier (A. K. Prevost et R. P. Rao, 2000, p. 189-193). Cette réticence de la coalition de contrôle à entreprendre des arrangements avec la coalition dissidente se traduit alors par des performances comptables négatives sur le long terme. Ces auteurs constatent que ces performances se détériorent de manière significative deux ans après l'activisme jusqu'à la quatrième année (A. K. Prevost et R. P. Rao, p. 195). Or, les entreprises visées plusieurs fois sont essentiellement composées d'actionnaires institutionnels qui semblent être « incapables ou incompetents à contrôler de manière efficace l'entreprise » (A. K. Prevost et R. P. Rao, p. 200). Quelles seront alors les conséquences de leur activisme sur le système de gouvernement des entreprises visées ?

2. Sur le système de gouvernement des entreprises visées

Les études empiriques américaines ont constaté que l'activisme des actionnaires minoritaires avait 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.

G. D. Hancock et T. K. Mukherjee (1992) et G. D. Hancock (1992) considèrent que les actionnaires « activistes » détiennent une option qu'ils exercent lorsque le dirigeant est sous-performant. Dans 51,3 % des sociétés sujettes à une « bataille de procuration », les dirigeants ont démissionnés (H. DeAngelo et L. DeAngelo, 1989, p. 47). H. DeAngelo et L. DeAngelo ont démontré que dans 75 % des cas, les efforts de l'actionnaire dissident sont la cause directe de la révocation du dirigeant. D'autres cas ont démontré la nécessité de nommer l'actionnaire dissident au conseil d'administration créant un nouveau conflit d'intérêt entraînant la révocation du dirigeant contesté. Lorsque l'actionnaire activiste n'a pu obtenir un poste d'administrateur, il peut poursuivre sa dissidence en renouvelant ses attaques sur la direction de l'entreprise au moyen de la presse financière.

De 1984 à 1991, le taux de rotation des dirigeants mesuré par W.-C. Huang et G. Yen (1996, p. 554) est beaucoup plus élevé dans les entreprises visées par des

actionnaires dissidents dont l'objectif est l'obtention de sièges au conseil d'administration que dans les autres entreprises. Il semble alors que la révocation des dirigeants dépend de l'apparition d'activités de restructuration dans les entreprises visées par des actionnaires minoritaires (J. H. Mulherin et A. B. Poulsen, 1998, p. 305-308) et de la présence de certaines catégories d'actionnaires actifs (D. Del Guercio et J. Hawkins, 1999, p. 317).

Selon les travaux de S. Wahal (1996, p. 19), deux ans après l'activisme la structure de l'actionnariat change. Les actionnaires institutionnels « inactifs » pendant le processus d'activisme réduisent leur participation de trois points. Au contraire, les fonds de pension « actifs » ne réduisent pas leur participation en cas d'échec de leur activisme.

En outre, ces actionnaires institutionnels négocient des arrangements avec la coalition de contrôle. Par exemple, six mois après la fin d'un processus de négociation entamé par le fonds TIAA-CREF sur la composition du conseil d'administration jugée trop homogène, les entreprises visées ont élu de nouveaux administrateurs afin que les parties prenantes y soient représentées. Sur les 59 nouveaux directeurs nouvellement élus au cours de cette période, 19 directeurs (32,2 %) furent soit des femmes, soit des minorités (W. T. Carleton et *al.*, 1998, p. 1343). Seule une entreprise sur 18 n'a pas opéré les changements voulus par le fonds de pension.

Des modifications interviennent également au niveau des clauses statutaires (W. T. Carleton et *al.*, 1998), certaines sont annulées telles que les actions dites privilégiées dans 50 % des entreprises visées et, d'autres, telles que les actions confidentielles, sont adoptées dans une entreprise sur 7 (14,3 %). Néanmoins, on remarque que les entreprises qui procèdent à de nombreux changements après un processus d'activisme sont celles visées par le fonds de pension CalPERS (D. Del Guercio et J. Hawkins, 1999, p. 312). Un an après la fin du conflit ces entreprises sont les plus fréquemment attaquées en justice et deviennent candidates à une tentative de prise de contrôle lorsqu'elles n'ont apporté aucune modification exigée par le fonds de pension CalPERS.

L'activisme des actionnaires minoritaires peut également avoir un impact sur la richesse des autres parties prenantes. G. T. Garvey et P. L. Swan (1995, p. 600-602) montrent que le dirigeant enraciné qui a établi des contrats implicites avec les salariés peut entreprendre des actions « rectificatrices ». La peur d'une intervention des actionnaires peut le forcer à opérer un partage de la valeur créée qui leur soit favorable en distribuant

régulièrement des dividendes et en faisant croître les cours boursiers. Cette nouvelle distribution des liquidités peut avoir un coût en termes de motivation des salariés dont les ressources jouent un rôle important dans le processus de création de la valeur et, de ce fait, peut également être nuisible à la croissance de la valeur partenariale.

B. S. Black (1998, p. 462) conclut qu'il est difficile d'être contre l'activisme institutionnel même si les études empiriques n'offrent aucun résultat convaincant sur les effets positifs de ce processus sur la richesse des actionnaires (*cf.* tableau III.2). M. A. O'Sullivan (2000, p. 184-185) ajoute que les unions syndicales américaines, par l'intermédiaire des fonds de pension, sont mieux positionnées que les autres groupes d'investisseurs actifs pour exercer une influence sur le processus de répartition de la richesse créée. La pression des actionnaires institutionnels n'a donc pas modifié le système de gouvernement des entreprises visées et elle n'a eu aucun impact sur la latitude *managériale*. Dès lors, l'activisme institutionnel n'est plus analysé comme un mécanisme alternatif de contrôle à l'origine d'un nouveau modèle politique de « démocratie actionnariale » et la prise en compte des intérêts des salariés, actionnaires ou non, dans l'étude de l'activisme des actionnaires minoritaires, explique les divergences de résultats obtenus dans les études empiriques antérieures.

Tableau III.2 : Une revue empirique – les effets de l’activisme sur la richesse des actionnaires et sur le système de gouvernement des entreprises visées

Auteurs	Echantillon	Résultats
J. Pound 1989	16 entreprises de grande taille de 1981-1985	Si les actionnaires approuvent la résolution contestée par la coalition dissidente, la rentabilité boursière diminue de 7,24 % lorsque les résultats du vote sont connus (un jour après la tenue de l’assemblée générale). Si les actionnaires dissidents ont proposé une résolution non approuvée, la rentabilité boursière augmente de 4,6 % un jour après la tenue de l’assemblée générale Ainsi, lorsque les actionnaires approuvent les résolutions contestées par un actionnaire externe actif, l’entreprise enregistre une baisse de sa performance boursière (p. 366).
	16 entreprises de grande taille de 1981-1985	Dans le courant de l’année de la « bataille de procuration », l’entreprise a été sujette à une tentative de prise de contrôle par l’actionnaire dissident dans 14 cas sur 16 (p. 374). Il a gagné le contrôle dans 2 cas.
H. DeAngelo et L. DeAngelo 1989	60 batailles de procuration de 1978-1985.	L’annonce d’une « bataille de procuration » est associée à une rentabilité anormale positive de 4,85 %. Suite à l’activisme, 28,3 % des sociétés ont été cédées ou liquidées. Pendant et trois ans après la « bataille de procuration », plusieurs démissions de dirigeants ont été déposées dans 51,3 % des entreprises.
J. H. Muhlerin et A. B. Poulsen 1998	270 « batailles de procuration » de 1979-1994	RAC positives mais non significatives pendant l’activisme de 5,35 %. RAC négatives et non significatives l’année de l’annonce du résultat de l’activisme de - 3,43 %. RAC positives lors de la période d’initiation (-20 jours ; +5 jours) de 8,04 %. RAC négatives mais non significatives entre la date d’initiation et la date de résolution de l’activisme de - 2,82 %.
	116 cas de contestations accompagnées d’une prise de contrôle de 1979-1994	RAC positives pendant la période du processus de contestation (-20 jours ; date de résolution) de 8,71%. RAC positives à l’annonce de l’activisme de 9,93%.

J. H. Muhlerin et A. B. Poulsen 1994	154 cas de contestations sans opération de restructuration Dans 85 cas, les dissidents ont gagné un ou plusieurs sièges au CA. Dans ces entreprises, les dirigeants ont démissionné dans 68 entreprises. Dans les 69 entreprises restantes, le <i>turnover</i> des dirigeants a eu lieu dans 25 firmes.	RAC positives un an après l'activisme de 31,3 % dans les 25 entreprises dans lesquelles les dissidents n'ont obtenu aucune représentation au CA et dans lesquelles les dirigeants sont révoqués.
S. Wahal 1996	146 entreprises visées de 1987 à 1993 par 9 fonds de pension américains. 356 lettres ont été envoyées à ces entreprises.	Rentabilité anormale positive de 2 % autour de la date d'envoi d'une lettre de contestation par le fonds CalPERS.
K. Prevost et R. P. Rao 2000	Echantillon, de 1988 à 1994, de 34 entreprises. Les actionnaires dissidents sont : - CalPERS ; - NYC ; - Comptroller ; - SWIB ; - les coalitions de fonds publics	RAC positives et significatives au seuil de 5 % pour les fenêtres d'événement - 20 jours à - 2 jours avant la date d'envoi des convocations aux assemblées générales, pour les 12 entreprises visées par CalPERS. RAC positives et significatives au seuil de 10 % pour les fenêtres d'événement - 20 jours à - 2 jours avant la date d'envoi des convocations aux assemblées générales, pour les entreprises visées par les coalitions de fonds publics. RAC positives et significatives au seuil de 5 % de - 0,011 un jour avant l'envoi des convocations. Sur la période - 20 à + 20 jours, les RAC sont positives et significatives au seuil de 1 % de - 0,090.

Conclusion

A l'issue de cette revue des travaux empiriques *anglo-saxons* relatifs à l'activisme actionnarial, nous pouvons formuler plusieurs remarques.

Notre problématique est proche de celle des études américaines qui analysent l'activisme des actionnaires comme un mécanisme alternatif de surveillance de l'équipe de direction. Nous nous sommes également inspirée des travaux empiriques plus récents qui examinent les effets des différentes étapes du processus d'activisme actionnarial sur le système de gouvernement des entreprises visées ainsi que sur leur performance.

Nous avons retenu trois axes principaux qui sont récurrents dans les analyses empiriques : les motivations liées à l'apparition d'un processus d'activisme actionnarial, la réussite de ce processus et ses effets sur la performance boursière de l'entreprise visée. En outre, la présentation des différentes méthodologies (*cf.* tableau III.1 et tableau III.2) associées à ces problématiques nous a permis de retenir celles de la régression logistique et de l'analyse des rentabilités anormales.

Notre analyse dynamique des stratégies des actionnaires, mise en parallèle à la latitude d'action autorisée par le système de gouvernance auquel est soumis le dirigeant, nous a permis de poser un ensemble d'hypothèses relatives aux caractéristiques des entreprises visées et au succès de l'activisme des actionnaires minoritaires. Si dans le but de « matérialiser » nos hypothèses théoriques, nous reprenons certaines des variables comptables et organisationnelles qui ont été utilisées dans les études empiriques américaines relatives aux caractéristiques des entreprises visées par des actionnaires minoritaires dissidents, il en est différemment des hypothèses relatives au succès de l'activisme.

En effet, l'environnement institutionnel et notamment le cadre légal et juridique jouent un rôle important dans la spécification de chacun des modèles américains et français (*cf.* partie 1, chapitres 2 et 3). Comme nous venons de le démontrer, les activités d'influence des actionnaires minoritaires ont évolué au fur et à mesure des améliorations de la protection juridique des actionnaires. Or, ces évolutions ont eu un impact sur la forme de l'activisme actionnarial, sur son pouvoir de négociation et de dissuasion ainsi que sur le système de gouvernement des entreprises américaines visées.

Ainsi, notre modèle d'activisme français des actionnaires minoritaires caractérisé non seulement par des « batailles de procuration », mais aussi, par des activités judiciaires nous a amené à retenir des variables explicatives qui lui sont spécifiques.

Grâce aux enseignements tirés de l'analyse des études empiriques abordées précédemment et dans le cadre d'une démarche hypothético-déductive, nous allons maintenant décrire les variables que nous retenons pour tester nos hypothèses, ainsi que la méthodologie que nous souhaitons mettre en place.

Chapitre 2.

Les facteurs explicatifs de l'activisme

L'analyse de la presse financière *Les Echos* et *La Tribune-Desfossés* de janvier 1989 à décembre 2000 nous a permis d'identifier les sociétés visées par des actionnaires minoritaires « activistes », les dates de début et de fin d'activisme, ainsi que quelques variables (notamment la composition de la coalition dissidente et les activités d'influence) nécessaires à notre modélisation. Au cours de cette période, 112 sociétés ont été visées parmi lesquelles 60 sont des sociétés cotées.

Ce chapitre a pour objectif de tester la relation existant entre la stratégie de la coalition de contrôle et la mise en place d'un processus d'activisme par des actionnaires minoritaires. La variable que nous cherchons à expliquer (société visée par une minorité dissidente) est une variable binaire (valeur égale à 1 si la société est sujette à un processus d'activisme, 0 dans le cas contraire). On souhaite déterminer quelle est la probabilité non linéaire que l'événement considéré (société visée) survienne en fonction des variables issues de notre analyse théorique sur le comportement actif de la coalition de contrôle (hypothèses 1 à 13). Par conséquent, nous avons eu recours à une régression logistique. En outre, et considérant que quelques hypothèses sont relatives à la politique de communication des sociétés cotées (hypothèses 1b et 1c), mais aussi, aux performances boursières (hypothèse 2a) et à la liquidité des titres (hypothèse 9) de ces mêmes sociétés, notre première analyse empirique porte sur un échantillon de 60 sociétés cotées.

Après avoir rappelé les hypothèses théoriques et décrit les échantillons (échantillon de sociétés sujettes à un activisme et échantillon de contrôle constitué de sociétés non visées) ainsi que les variables empiriques (section 1), nous détaillerons notre démarche empirique et ses résultats (section 2).

Section 1. LE RAPPEL DES HYPOTHESES THEORIQUES ET LA DESCRIPTION DE L'APPROCHE EMPIRIQUE

Le tableau de synthèse ci-dessous rappelle les hypothèses théoriques suivant l'ordre dans lequel nous les avons exprimées dans la partie théorique.

Tableau III.3 : Un rappel des hypothèses théoriques relatives aux caractéristiques des entreprises visées

		Les hypothèses théoriques
L'asymétrie informationnelle et l'activisme des actionnaires minoritaires	Les choix de publication	<p>H 1a : Il existe une relation négative entre la qualité de l'information contenue dans les rapports annuels et la probabilité d'activisme des actionnaires minoritaires.</p> <p>H 1b : Il existe une relation négative entre la publication d'un document de référence et la probabilité d'activisme des actionnaires minoritaires.</p> <p>H 1c : Il existe une relation négative entre la cotation multiple et la probabilité d'activisme des actionnaires minoritaires.</p> <p>H 1d : Il existe une relation négative entre une politique de gestion de l'actionnaire-client mise en place par les sociétés cotées et la probabilité d'activisme des actionnaires minoritaires.</p>
	Les choix de financement et d'investissement	<p>H 2 : Il existe une relation négative entre la performance comptable et la probabilité d'activisme des actionnaires minoritaires.</p> <p>H 3 : Plus la valeur boursière est faible, plus forte est la probabilité que l'entreprise fasse l'objet d'un activisme par des actionnaires minoritaires.</p> <p>H 4 : Plus le risque est élevé, plus forte est la probabilité que l'entreprise fasse l'objet d'un activisme par des actionnaires minoritaires.</p> <p>H 5 : Il existe une relation positive entre le taux d'endettement et la probabilité d'activisme des actionnaires minoritaires.</p> <p>H 6 : Il existe une relation positive entre la proportion d'investissements idiosyncratiques et la probabilité d'activisme des actionnaires minoritaires.</p> <p>H 7 : Il existe une relation positive entre le montant de la rémunération des organes de direction et d'administration et la probabilité d'activisme des actionnaires minoritaires.</p>

<p style="writing-mode: vertical-rl; transform: rotate(180deg);">La neutralisation des mécanismes externes de gouvernement d'entreprises</p>	<p>H 8 : Il existe un lien positif entre la concentration du capital et la probabilité que l'entreprise soit sujette à un activisme des actionnaires minoritaires.</p> <p>H 9 : Il existe un lien négatif entre la liquidité des titres et la probabilité que l'entreprise soit sujette à un activisme des actionnaires minoritaires.</p> <p>H 10a : Il existe un lien positif entre le taux de participation de la coalition de contrôle et la probabilité que l'entreprise soit sujette à un activisme des actionnaires minoritaires.</p> <p>H 10b : Il existe une relation positive entre le taux de participation des actionnaires financiers et la probabilité d'activisme des autres catégories d'actionnaires minoritaires.</p> <p>H 10c : Il existe une relation positive entre le taux de participation des actionnaires salariés et la probabilité d'activisme des autres catégories d'actionnaires minoritaires.</p> <p>H 10d : Il existe une relation négative entre le taux de participation des actionnaires institutionnels et la probabilité d'activisme des actionnaires minoritaires.</p> <p>H 11 : Il existe une relation positive entre une utilisation unique ou combinée des mesures de protection contre les prises de contrôle adoptées par les entreprises et le probabilité d'activisme.</p>
<p style="writing-mode: vertical-rl; transform: rotate(180deg);">La neutralisation des mécanismes internes de gouvernement d'entreprises</p>	<p>H 12a : Une relation positive existe entre le nombre d'administrateurs internes au conseil d'administration et la probabilité d'activisme des actionnaires minoritaires.</p> <p>H 12b : Une relation négative existe entre le nombre d'administrateurs externes et la probabilité d'activisme par des actionnaires minoritaires.</p> <p>H 13 : Il existe une relation négative entre l'indépendance des commissaires aux comptes et la probabilité d'activisme des actionnaires minoritaires.</p>

Après avoir présenté l'articulation entre les hypothèses théoriques et les variables empiriques (1.), nous décrirons les échantillons nécessaires à la validité empirique de ces hypothèses (2.).

1. La description des variables explicatives

Les variables explicatives ont été mesurées au 31 décembre de l'année précédant celle de l'annonce publique d'un processus d'activisme dans la presse financière *Les Echos* ou *La Tribune-Desfossés*. Suivant l'ordre dans lesquelles nous avons exprimé les hypothèses dans la partie théorique (*i. e.* l'asymétrie informationnelle et l'activisme, les

stratégies de neutralisation des mécanismes externes et des mécanismes internes), nous présentons la mesure de chaque variable empirique dans le tableau III.4. Auparavant, étant donné que contrairement aux études empiriques américaines, nous avons choisi de tester les liens entre les choix de publication de la coalition de contrôle et l'activisme des actionnaires minoritaires, quelques précisions sur la mesure des variables relatives à la qualité de l'information contenue dans divers supports sont apportées.

Les hypothèses H 1 supposent que les entreprises ayant une forte probabilité de faire l'objet de l'activisme des actionnaires minoritaires sont des entreprises diffusant une information médiocre, voire parfois litigieuse. Plusieurs critères peuvent être retenus pour mesurer la qualité de cette information.

✓ Hypothèse H 1a

C. Michăilescu (1998) évalue la qualité de l'information destinée aux analystes financiers à partir des variables qualitatives suivantes : la valeur, la sincérité et l'intelligibilité. L'attribution de ces indices de qualité à chaque item, c'est-à-dire à chaque information contenue dans le rapport annuel, permet de mesurer la qualité de l'information transmise par les sociétés françaises, qui est donc obtenue en additionnant les points des items validés. Cette pondération tient compte du statut du destinataire de l'information et de ses besoins. Or, dans notre cas, la liste des items est orientée vers plusieurs groupes particuliers d'utilisateurs des rapports annuels (actionnaires financiers, actionnaires institutionnels et actionnaires individuels). Par conséquent, nous retiendrons l'approche suivante qui consiste uniquement à valoriser chacun des items par 1 (si l'item est diffusé) et par 0 dans le cas contraire (B. Raffournier, 1995) et à calculer une moyenne appelée indice de qualité de l'information (variable INFO).

INFO : Indice de qualité de l'information contenue dans les rapports annuels.

Toutefois, sachant que cette approche permet uniquement de mesurer la qualité de l'information contenue dans les rapports annuels et que la coalition de contrôle intervient de différentes manières pour modifier la présentation des états financiers (B. Lev, 1992), nous avons énoncé des hypothèses supplémentaires testant la relation entre la publication d'informations complémentaires et la probabilité d'activisme des actionnaires minoritaires.

✓ Hypothèses H 1b, H 1c et H 1d

Les hypothèses H 1b et H 1c ont été élaborées à partir de l'étude de C. Michaïlesco (1999, p. 96) qui présente des résultats positifs et significatifs sur la qualité supérieure de l'information financière transmise sous la forme de document de référence par des sociétés françaises cotées non seulement en France mais aussi à l'étranger. Nous avons alors retenu deux variables binaires :

DOCCF : variable binaire qui prend la valeur 1 si la société publie un document de référence, 0 sinon.

XCOT : variable binaire qui prend la valeur 1 si la société fait l'objet au moins d'une double cotation, 0 sinon.

L'hypothèse H 1d se focalise sur les supports informationnels complémentaires offerts par la coalition de contrôle tels que :

des sites internet ; un service CLIFF du minitel ; un numéro vert ; des services actionnaires individuels et analystes financiers ; des clubs d'actionnaires ; des lettres aux actionnaires, des visites guidées dans l'entreprise ou des réunions informelles ainsi que des comités d'éthique, de rémunération, d'actionnaires ou d'audit.

Nous avons donc retenu la variable suivante (codée ACCLT) qui mesure l'intensité informationnelle du service actionnaire-client en fonction du nombre de services offerts :

ACCLT : variable ordinale prenant les valeurs :

- 1, si la société n'offre aucun des services mentionnés ;
- 2, si la société offre un de ces services (offre unique de service) ;
- 3, si la société offre au moins deux de ces services (offre multiple de services).

Ces différentes mesures de la qualité de l'information transmise par la coalition sont censées influencer négativement la probabilité d'occurrence de l'activisme des actionnaires minoritaires.

La description des autres variables explicatives est présentée dans le tableau III.4 (page suivante). Nous avons également précisé les sources de chacune de ces données nécessaires aux tests de nos hypothèses.

Tableau III.4 : La mesure des variables explicatives des caractéristiques des entreprises visées

HYPOTHESE	CODE	LA MESURE DES VARIABLES EXPLICATIVES	SOURCES
		L'ASYMETRIE INFORMATIONNELLE	
H 1a	INFO	<p>L'indice de qualité de l'information</p> <p>Mesure de l'indice de qualité à partir d'une liste d'items prenant les valeurs 0 et 1. Nous avons retenu la méthodologie de B. Raffournier (1995). Par conséquent, aucune pondération tenant compte des préférences de chaque catégorie d'actionnaires n'a été retenue pour chaque item. Pour les sociétés ne nous ayant pas envoyé leur rapport annuel, nous avons été consultée les données financières au BALO. Dans ce cas, l'indice de qualité ne prend en compte que les rubriques concernant les comptes consolidés. L'information non communiquée sera ainsi pénalisée.</p>	Rapports annuels BALO
		LES CHOIX DE PUBLICATION ET DE TRANSMISSION DE L'INFORMATION	
H 1b	DOCCF	<p>Le document de référence</p> <p>DOCCF prend la valeur 1 si la société publie un document de référence, 0 sinon.</p>	Bulletin annuel de la COB
H 1c	XCOT	<p>La cotation multiple</p> <p>XCOT prend la valeur 1 si la société fait l'objet d'une cotation multiple, 0 sinon.</p>	L'Année Boursière
H1d	ACCLT	<p>L'intensité informationnelle des services actionnaires-clients offerts par la coalition de contrôle</p> <p>Les services de relations actionnaires sont les suivants : sites internet ; minitel (service CLIFF) ; numéro vert ; service communication financière ; service actionnaires individuels et analystes financiers ; clubs d'actionnaires ; lettres aux actionnaires ; visites guidées ou réunions informelles ; comités d'éthique, d'actionnaires, de rémunération ou d'audit.</p> <p>La variable ACCLT prend les valeurs suivantes :</p> <p>1 : si la société n'offre aucun des services mentionnés.</p> <p>2 : si la société offre un de ces services (offre unique de service).</p>	Rapports annuels et consultation des sites internet des sociétés

		3 : si la société offre au moins deux de ces services (offre multiple de services).	
LES CHOIX DE FINANCEMENT ET D'INVESTISSEMENT			
H 2	PERFC	Le taux de rentabilité des capitaux propres (valeur comptable) Le taux de rentabilité est mesuré par le rapport entre le résultat net sur le montant des capitaux propres.	Rapports annuels Diane pour les années 1994 à 1998
H 3	PERFB	Le taux de rentabilité des capitaux propres (valeur boursière) Le taux de rentabilité est mesuré par la formule suivante : $\text{PERFB} = [\text{Ct} * (\text{St} + \text{Dt}) - \text{St-1}] / \text{St-1}$ Ct : coefficient d'ajustement de l'année t St : cours boursier le 31.12 de l'année t St-1 : cours boursier ajusté au 31.12 de l'année t-1 Dt : dividende versé au cours de l'année t	L'Année Boursière
H 4	RISQ	Le risque Le risque a été mesuré à partir de l'écart type de la rentabilité boursière hebdomadaire de l'entreprise sur les trois dernières années. Si les portefeuilles des actionnaires ne sont pas parfaitement diversifiés, il comporte un risque non systématique en plus de leur bêta. Il est donc logique de mesurer le risque global de l'entreprise à partir du σ de l'entreprise (G. Charest, 1989).	Base de données AFFI-SBF
H 5	TXEND	Le taux d'endettement Dettes totales / capitaux propres (exprimé en pourcentage).	DIANE
H 6	R&D	La proportion d'investissements idiosyncratiques Montant des dépenses en frais de recherche et de développement.	Rapports annuels BALO

H 7	REM	<p align="center">Le montant des rémunérations versées aux organes de direction et d'administration</p> <p>Montant des rémunérations versées aux organes de direction et d'administration. Une valeur manquante a été définie. Elle prend la valeur suivante 0 si la rémunération est volontairement non communiquée par la coalition de contrôle.</p>	Rapports annuels BALO
LES STRATEGIES DE NEUTRALISATION DES MECANISMES EXTERNES DE CONTROLE			
H 8	P1 P5	<p align="center">La concentration du capital</p> <p>Taux de participation du premier actionnaire Taux de participation des cinq premiers actionnaires</p>	DAFSA
H 9	FLOTT ROT	<p align="center">La liquidité des titres</p> <p>Logarithme du nombre d'actions détenues ou restant dans le public. Taux de rotation des actions.</p>	DIANE Rapports annuels Année Boursière
H10a	COALCONT	<p align="center">Le taux de participation de la coalition de contrôle</p> <p>Taux de participation de la coalition de contrôle. Le taux de participation de la coalition de contrôle a été déterminé en tenant compte du montant du capital détenu lorsqu'il existe, par : les actionnaires familiaux ; les dirigeants-actionnaires ; les actionnaires fondateurs ; le groupe familial ; les actionnaires-concertistes (actions détenues en concert) ; les actions détenues en autocontrôle et le premier actionnaire (actionnaire majoritaire de la société).</p>	DAFSA Rapports annuels
		La composition de l'actionnariat	

H10b	ACFIN	Pourcentage de capital détenu par les actionnaires financiers.	DAFSALIENS
H10c	ACSAL	Pourcentage de capital détenu par les actionnaires salariés.	DAFSALIENS
H10d	ACINST	Pourcentage de capital détenu par les actionnaires institutionnels.	DAFSALIENS
H 11	DEL	<p style="text-align: center;">L'intensité de l'enracinement de la coalition de contrôle</p> <p>Ces mesures anti-OPA sont les suivantes : Pactes d'actionnaires ; actions à droits de vote double ; limitation des droits de vote ; certificats d'investissement ; société en commandite par actions ; holding ; obligations à bons de souscription d'actions.</p> <p>Nous avons retenu le système de notation suivant qui nous permet de graduer l'intensité des mesures de défense de la coalition de contrôle en fonction du nombre de clauses adoptées.</p> <p>DEL prend les valeurs : 1 si aucune mesure anti-OPA ; 2 si utilisation unique d'une mesure anti-OPA ; 3 si utilisation multiple de mesures anti-OPA.</p>	<p>www.bourse-de-paris.fr Avis et Décisions de la Bourse de Paris des années 1991 à 2000. Le BALO pour les années antérieures.</p>
LES STRATEGIES DE NEUTRALISATION DES MECANISMES INTERNES			
H 12a	ADMINT	<p style="text-align: center;">La composition du conseil d'administration</p> <p>Pourcentage des administrateurs internes présents au conseil d'administration.</p> <p>Nous avons retenu la typologie de M. Weisbach (1988) et de A. Shivdasani et D. Yermack (1999) qui considèrent que l'administrateur interne :</p> <ul style="list-style-type: none"> - est actuellement employé dans l'entreprise ou à la retraite ; - a des relations d'affaires ou familiales avec le dirigeant ; - est une personne affiliée à l'activité de l'entreprise. <p>Ainsi, l'administrateur interne a une fonction de direction dans l'entreprise ou dans une de ses filiales. Les membres de la famille du PDG sont considérés comme internes. De même, un administrateur est considéré comme interne affilié s'il a une fonction de direction chez un actionnaire de la société.</p>	DAFSALIENS

H 12b	ADMEXT	<p>Pourcentage des administrateurs externes présents au conseil d'administration.</p> <p>Les administrateurs sont qualifiés d'externes s'ils n'entrent pas dans un des cas énoncés précédemment.</p>	DAFSALIENS
H 13	CAC	<p style="text-align: center;">L'indépendance du Commissaire aux comptes</p> <p>Selon B. Pigé (2000, p. 134), la concurrence existant sur le marché de l'audit permet de renforcer l'indépendance de l'auditeur. Cependant, la qualité de l'audit ne peut être directement observée. Le niveau d'indépendance des commissaires aux comptes vis-à-vis de la coalition de contrôle sera alors mesuré par la réputation du cabinet d'audit (G. Broye, 1998).</p> <p>Les études empiriques utilisent comme mesure de la réputation l'importance ou non des cabinets d'audit aux « Big Five », considérant que ces cinq <i>majors</i> de l'audit sont les cabinets les plus réputés.</p>	Rapports annuels ou BALO

2. La présentation descriptive des échantillons

Afin de décrire les échantillons nécessaires à notre étude empirique, nous apportons quelques précisions sur les critères retenus pour l'identification des sociétés visées par des actionnaires minoritaires dissidents.

Notre recensement dans la presse financière fait apparaître différentes sources de conflits d'intérêts. Ces derniers ont lieu :

- dans des sociétés cotées ou non ;
- entre actionnaires historiques (actionnaires de filiales) et actionnaires contrôlants au sein de la société mère (affaires : « PLM contre Accor », « Filiale Louis Rigal contre Caves et Producteurs réunis de Roquefort », « Compagnie d'assurance de Rhin et Moselle IARD contre la Compagnie de Navigation Mixte ») ;
- entre actionnaires minoritaires de la société mère ;
- entre les actionnaires minoritaires de la société mère et les actionnaires des filiales ;
- entre les actionnaires familiaux (affaire « Guillard Musiques ») ou entre les actionnaires individuels et la coalition de contrôle dans des sociétés de type contrôlé ou *managérial*. Une société est dite familiale si son capital est contrôlée par les actionnaires familiaux présents au conseil d'administration. La concentration du capital est appréhendée à travers les participations du premier actionnaire et des cinq premiers actionnaires.

Par conséquent, nous avons défini les sociétés sujettes à un activisme comme les sociétés comprenant des actionnaires dissidents. La société attaquée peut être la société dans laquelle ils sont actionnaires ou une autre société telle que la société mère ou un holding de contrôle qui, dans notre étude, compose la coalition de contrôle.

A titre d'illustration, lors de l'OPR-RO de la société Sogenal par la Société Générale, les actionnaires dissidents sont les actionnaires minoritaires de la société Sogenal qui fait l'objet d'un retrait obligatoire. Cependant, les recours judiciaires ont été exercés contre la Société Générale en tant qu'actionnaire de contrôle. D'après la définition retenue, la société étudiée sera alors la société Sogenal. En effet, notre recherche a pour objectif de déterminer quels sont les facteurs de motivation des actionnaires minoritaires devenant

« activistes » au sein des sociétés cotées. Ainsi, lors d'opérations de prise de contrôle, les sociétés étudiées seront donc les sociétés absorbées.

Avant de décrire plus particulièrement l'échantillon des sociétés visées par les actionnaires minoritaires (2. 2.), nous présentons les deux étapes qui nous ont permis de constituer l'échantillon de contrôle nécessaire à notre étude statistique (2. 1.).

2. 1. Les échantillons

A partir de la presse financière *Les Echos* et *La Tribune-Desfossés* de janvier 1989 à décembre 2000, nous avons pu identifier les sociétés dans lesquelles des conflits d'intérêts entre actionnaires existaient. Pour effectuer cette recherche sur Cdroms et sur Internet pour les deux dernières années, nous avons saisi les mots clefs suivants : « actionnaires minoritaires » ; « procédure judiciaire », « assemblées générales » ; « actionnaires contestataires »⁹⁵.

Plusieurs sociétés ont été retirées de l'échantillon initial présenté en annexe 3, car seules les sociétés cotées ayant des comptes consolidés ont été retenues. Ainsi, sur un échantillon initial de 112 sociétés (132 sociétés si on tient compte du fait qu'elles ont été visées plusieurs fois à des dates différentes pour des motifs différents), seules 55 sociétés feront l'objet de notre première étude empirique⁹⁶.

L'échantillon de contrôle a donc été constitué en deux étapes :

- Première étape :

Il est constitué des sociétés inscrites à la cote officielle ou au second marché au début de la période d'étude (1989) n'ayant pas fait sur la période étudiée l'objet d'un activisme. A chaque société visée, on associera une société de contrôle déjà cotée en 1989 et n'ayant fait l'objet d'aucune contestation au cours des dix dernières années.

⁹⁵ Nous avons effectué la même démarche pour le cas anglais en saisissant les mots clefs suivants : « *rebel shareholders* » ; « *proxy fight* » ; « *proxy contest* » ; « *class action* ».

⁹⁶ Notre échantillon initial était composé de 60 sociétés cotées ayant des comptes consolidés. L'absence d'informations financières pour cinq d'entre elles nous a amenée à les retirer de notre étude.

- Deuxième étape :

B. M. Barber et J. D. Lyon (1996) font une synthèse des méthodes utilisées pour créer un échantillon de contrôle et pour détecter les performances anormales associées à différentes décisions d'entreprise. Pour ne pas biaiser certaines conclusions empiriques, il peut être utile de limiter l'échantillon d'étude à des sociétés du même secteur et du même niveau de performance. Si les tests concluent à des différences de performances après l'événement, celles-ci ne seront pas imputées à la tendance « de retour à la moyenne », mais à l'événement lui-même.

Notre choix méthodologique va se porter sur les deux premières méthodes d'ajustement présentées par B. M. Barber et J. D. Lyon (1996). A chaque société visée, nous associons une société qui, respectant la condition définie à la première étape, appartient au même secteur, identifiée par son code à quatre chiffres ou à deux chiffres. La variable de performance n'a pas été retenue pour sélectionner notre échantillon de contrôle puisque nous avons préféré l'inclure comme variable explicative (hypothèse 2).

Une fois ces critères définis, nous avons composé notre échantillon de contrôle en utilisant la base de données Dafsa-Liens (*cf.* annexe 4). Nous tenons compte de la taille des entreprises visées (chiffre d'affaires, effectif et total de l'actif net) dans la sélection des sociétés de l'échantillon de contrôle. Aussi, la grande majorité des sociétés de l'échantillon de contrôle ont le même code NAF que les sociétés visées (*cf.* tableau III.5).

Tableau III.5 : L'échantillon de contrôle

Code NAF	4 chiffres	3 chiffres	2 chiffres
55 sociétés	32	10	8
Soit 100 % des 55 sociétés visées	58,18 %	18,18 %	15,45 %

2. 2. Une analyse descriptive

Dans la grande majorité des cas, les sociétés visées sont des sociétés de type contrôlé (57,6 %) ou des sociétés de type *managérial* (32,2 %) et, dans une moindre mesure, des sociétés de type familial (10,2 %).

Comme nous le montre le tableau III.6, l'activisme des actionnaires minoritaires a été intense de 1992 à 1995. Plus de la moitié des sociétés françaises de notre échantillon a été sujette à un processus d'activisme entre ces deux dates, alors que 29,7 % des sociétés cotées et non cotées ont été visées de 1996 à 2000 (30 % pour les sociétés cotées).

Tableau III.6 : Une distribution des sociétés visées par secteur, capitalisation et année

Code NAF	Par secteur		Par capitalisation		Par année		
	Nom du secteur	Nombre	Capitalisation En KF	Nombre	Années	Nbre sur les 132 sociétés	Nombre de sociétés cotées
11	Hôtels & club	1					
15	Industries alimentaires	3			1989	5	2
17	Textile	1	< 50	4	1990	3	0
21	Bois, papier	1	[50 ; 250]	11	1991	4	3
28	Travail des métaux	1	[250 ; 1 000]	5	1992	19	9
29	Machines, équipement	1	[1 000 ; 5 000]	18	1993	21	4
30	Machines de bureau	1	[5 000 ; 10 000]	7	1994	16	11
33	Précision, optique	1	> 10 000	15	1995	23	13
40	Production électronique	1			1996	13	3
41	Eau	1			1997	3	3
45	Construction	2			1998	10	5
51	Intermédiaire, grossiste	1			1999	7	2
52	Commerce de détail	4			2000	8	5
55	Hôtels et restaurants	2					
65	Intermédiaire financier	7					
70	Immobilier	5					
71	Pharmacie	1					
74	Société de portefeuille	22					
92	Culture	4					
	TOTAL	60		60		132	60

Ce sont les modalités des opérations de restructuration qui sont le plus souvent contestées par les actionnaires minoritaires (*cf.* tableau III.7) ; 37,8 % pour l'intégralité des offres publiques (45 % avec les fusions), 15,3 % pour les contestations relatives aux difficultés financières dont sont sujettes les sociétés visées. Les clauses qualifiées d'actionnariales, telles que les demandes d'amélioration de la politique de distribution de dividendes, représentent 10,8 % des motifs de contestation. Quant aux clauses statutaires

dites *managériales*, comme les « pilules empoisonnées », elles représentent 8,1 % des motifs de contestation.

Tableau III.7 : Les motifs d'activisme par année

Lorsqu'une société est sujette à l'activisme des actionnaires minoritaires, les sources de mécontentements peuvent être multiples au sein même d'une société.

Motifs	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	total
OPA	4	0	1	4	3	3	2	2	1	1	2	0	23
Performance	0	1	2	3	3	2	3	1	1	1	0	0	17
Clauses actionnariales	0	0	1	0	0	1	5	1	0	0	0	4	12
Clauses managériales	0	0	0	2	0	0	2	0	0	2	2	1	9
Augmentation du capital	0	0	0	0	0	3	3	0	1	1	1	0	9
Bloc de contrôle	1	0	1	2	0	1	2	0	0	0	1	1	9
Fusion	1	0	0	3	1	1	2	0	0	0	0	0	8
Information	0	0	0	1	0	1	1	0	0	3	1	0	7
OPR	0	1	0	1	1	3	0	0	0	1	0	0	7
Rémunération	0	0	0	2	1	0	1	2	0	0	0	0	6
OPE	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1
Action de concert	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1
Scission	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Offre de rachat	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1
TOTAL	6	2	5	18	10	16	21	7	4	9	7	6	

Notre étude statistique va donc porter sur deux échantillons, d'une part, sur 55 sociétés visées par une coalition dissidente entre 1989 à 1999 et, d'autre part, sur 55 sociétés non visées. Ces échantillons connaissent une répartition sectorielle et une taille similaires.

Après avoir décrit nos échantillons et les variables empiriques, nous allons procéder aux analyses univariées et multivariées nécessaires à la vérification de la validité de nos hypothèses.

Section 2. LA METHODOLOGIE ET LES RESULTATS

Au cours de cette section, notre objectif est :

- de déterminer sur chaque variable explicative les différences pouvant exister entre l'échantillon des sociétés visées par des actionnaires minoritaires et l'échantillon de contrôle ;
- et d'étudier les variables qui influencent la probabilité d'activisme afin de tester les hypothèses H1 à H13.

Dans une approche descriptive, notre premier objectif invite à une comparaison univariée des variables entre les sociétés visées et les sociétés de contrôle. Le second objectif suppose une analyse multivariée qui prendra la forme d'une régression logistique.

1. Une analyse univariée

Avant de débiter l'analyse statistique de nos données, nous avons vérifié la distribution de nos variables. Des tests de Chi-Deux et de Kolmogorov-Smirnov ont donc été réalisés afin de vérifier la normalité des distributions de nos variables explicatives⁹⁷. Dans la plupart des cas, ces distributions ne sont pas gaussiennes. De ce fait, notre analyse univariée utilise le test non paramétrique de Mann et Whitney pour effectuer une comparaison des distributions de nos deux échantillons. Décrivons la méthodologie de ce test (1. 1.) avant d'en interpréter les résultats (1. 2.).

1. 1. La méthodologie utilisée

Le test de U de Mann-Whitney consiste à calculer pour chacun des échantillons (N_1 et N_2) la somme des rangs, soit R_1 et R_2 . Cette méthode de calcul détermine si les deux échantillons ont la même médiane (med), soit :

$$H_0 : med_1 = med_2$$

$$H_1 : med_1 \neq med_2$$

⁹⁷ Précisons que toutes les analyses statistiques ont été réalisées sous le logiciel SPSS 9.0.

La somme totale des rangs $R=R_1+R_2$ est égale à $\frac{N(N+1)}{2}$ où $N = N_1+N_2$. On calcule alors les quantités suivantes :

$$U_1 = N_1.N_2 + \frac{N_1(N_1+1)}{2} - R_1 \text{ et } U_2 = N_1.N_2 + \frac{N_2(N_2+1)}{2} - R_2 \text{ avec } U_1 + U_2 = N_1.N_2$$

Ces deux quantités s'interprètent comme suit : U_1 est le nombre de fois où le rang des observations de l'échantillon de contrôle dépasse le rang des observations de l'échantillon des sociétés visées. Le raisonnement est analogue pour U_2 . La quantité testée sera $U = \min (U_1,U_2)$. Les effectifs de chacun des deux échantillons étant supérieurs à 20, U suit une distribution normale de moyenne $\frac{N_1.N_2}{2}$ et d'écart type $\sqrt{\frac{N_1.N_2(N_1+N_2+1)}{2}}$.

On appliquera alors le test suivant :

$$Z = \frac{U - \frac{1}{2}N_1.N_2}{\frac{N_1.N_2(N_1+N_2+1)}{12}} \rightarrow N(0,1)$$

L'hypothèse H_0 portant sur l'égalité des médianes (ou égalité entre les deux classements) sera rejetée si $|Z| > Z_\alpha$, avec Z_α égal à 1,96 au seuil de 5 % et égal à 2,58 au seuil de 1 %.

1. 2. Les résultats et l'interprétation

Le tableau III.8 ci-dessous présente les résultats de notre analyse univariée. Il reprend les 22 variables empiriques en énumérant à chaque fois le nombre d'entreprises prises en compte. Nous mentionnons également le rang moyen de chaque échantillon, le U de Mann-Whitney, la statistique Z accompagnée de sa significativité et enfin, pour information, nous précisons les moyennes de chaque variable.

Tableau III.8 : Les résultats de l'analyse univariée

CODE	LIBELLE	N	RANG MOYEN	U	STAT. Z	significativité	MOYENNE
INFO	Sociétés de contrôle	55	49,03	1033,5	-1,337	0,181	0,26
	Sociétés visées	55	53,74				0,29
DOCCF	Sociétés de contrôle	55	53,41	1399	-0,290	0,772	0,19
	Sociétés visées	55	54,60				0,21
XCOT	Sociétés de contrôle	55	47,81	1108	-2,211	0,027**	0,62
	Sociétés visées	55	58,09				0,81
ACCLT	Sociétés de contrôle	55	55,64	1505	-0,058	0,954	0,49
	Sociétés visées	55	55,36				0,47
PERFC	Sociétés de contrôle	55	57,24	1212	-1,205	0,228	7,85
	Sociétés visées	55	50,04				- 11,25
PERFB	Sociétés de contrôle	50	50,70	1260	-0,586	0,558	5,75
	Sociétés visées	54	54,17				7,70
RISQ	Sociétés de contrôle	30	42,20	864	-0,864	0,388	2,66 ^E -02
	Sociétés visées	30	46,91				2,77 ^E -02
TXEND	Sociétés de contrôle	55	46,36	1026	-2,652	0,008***	61,47
	Sociétés visées	55	62,35				170,00
R&D	Sociétés de contrôle	49	51,87	1316,5	-0,061	0,951	366 536,02
	Sociétés visées	54	52,12				10031 400,00
REM	Sociétés de contrôle	29	30,38	446	-1,004	0,315	5 562 456,5
	Sociétés visées	36	35,11				9 267 828,3
P1	Sociétés de contrôle	55	56,70	1339	-0,731	0,465	43,33
	Sociétés visées	55	52,30				40,81
P5	Sociétés de contrôle	55	55,11	1425	-0,203	0,839	58,86
	Sociétés visées	55	53,89				56,69
FLOTT	Sociétés de contrôle	55	50,93	1265	-1,034	0,301	6,58
	Sociétés visées	55	57,13				6,80
ROT	Sociétés de contrôle	55	49,28	1189	-1,047	0,295	27,30
	Sociétés visées	55	55,48				36,42
COALCONT	Sociétés de contrôle	55	58,05	1167	-1,495	0,135	42,91
	Sociétés visées	55	49,12				36,90
ACFIN	Sociétés de contrôle	55	51,54	1298	-1,023	0,306	8,43
	Sociétés visées	55	57,46				9,75
ACSAL	Sociétés de contrôle	55	54,06	1433,5	-0,438	0,662	0,43
	Sociétés visées	55	55,95				0,70
ACINST	Sociétés de contrôle	55	55,09	1426	-0,207	0,836	8,65
	Sociétés visées	55	53,91				10,10
DEL	Sociétés de contrôle	55	49,14	1162,5	-2,249	0,025**	0,64
	Sociétés visées	55	61,86				1,00
ADMINT	Sociétés de contrôle	55	54,81	1440,5	-0,105	0,916	63,19
	Sociétés visées	55	54,18				63,26
ADMEXT	Sociétés de contrôle	55	54,56	1454	-0,022	0,983	36,92
	Sociétés visées	55	54,43				36,36
CAC	Sociétés de contrôle	55	52,35	1104	-0,997	0,319	0,43
	Sociétés visées	55	47,50				0,33

* significatif au seuil de 10 % ; ** significatif au seuil de 5 % ; *** significatif au seuil de 1%

Ce premier test nous permet de comparer la distribution observée sur l'échantillon des sociétés visées à une distribution théorique sur l'échantillon de contrôle. Les résultats de ce test invitent à plusieurs commentaires.

La qualité de l'information divulguée par les sociétés visées par des actionnaires minoritaires dissidents est légèrement meilleure que les autres entreprises.

Ceci se justifie par les résultats observés sur les variables relatives à la qualité de l'information divulguée par la coalition de contrôle.

✓ Résultats en accord avec l'hypothèse H 1c et en désaccord avec les hypothèses H 1a, H 1b, H 1d.

Globalement on constate que quelques mesures de la qualité de l'information contenue dans les différents supports informationnels (document de référence et rapport annuel) transmis aux actionnaires minoritaires sont légèrement supérieures dans les sociétés visées que dans les sociétés de contrôle. Toutefois, seule la variable XCOT (cotation multiple), dont le résultat va à l'inverse de notre hypothèse, est significative. Ainsi, dans une plus large proportion que les sociétés de contrôle, les sociétés visées sont des entreprises à cotation multiple supposées offrir à leur actionnariat une information lisible, sincère et intelligible (C. Michaïlesco,1999).

En effet, comme nous l'avons analysé au cours de la partie théorique (*cf.* partie 2, chapitre 1, section 1), les entreprises à cotation multiple offrent une information de meilleure qualité car elles recherchent à harmoniser leurs pratiques afin d'attirer et de fidéliser un actionnariat international. Donc en contrepartie elles sont soumises à une vigilance plus forte des actionnaires, français et étrangers, qui manifestent plus facilement leurs dissensions.

En revanche, le manque de supports informationnels complémentaires (la présence de services de gestion de l'actionnaire-client) dans les sociétés visées ne joue pas une grande influence. La non-significativité de cette variable laisse supposer que les actionnaires minoritaires actifs s'intéressent davantage à l'information contenue dans les rapports annuels et non à celle collectée dans les nouveaux supports informationnels. Par

conséquent, il semble que leur mise en place ne réduit pas le risque d'activisme des actionnaires minoritaires.

Enfin, notons que l'absence de significativité de la variable INFO (indice de la qualité de l'information contenue dans les rapports annuels) peut être due à la pondération retenue qui ne tient pas compte du statut du destinataire de l'information.

En conséquence, il semble que globalement les entreprises visées souhaitent fidéliser un actionnariat international et que leur niveau d'endettement soit globalement plus élevé.

Les entreprises visées par des actionnaires minoritaires dissidents ont globalement un niveau d'endettement plus élevé que les autres entreprises.

Ceci se justifie par le résultat obtenu sur la variable relative à l'hypothèse H 5.

✓ Résultat en accord avec l'hypothèse H5 mais en désaccord avec les hypothèses H 2, H 3 et H 4.

Ce résultat très significatif va donc *a priori* dans le sens de notre hypothèse H 5. Il semble indiquer que les actionnaires minoritaires agissent en fonction de l'évaluation du risque de faillite de l'entreprise.

Il est en effet intéressant de noter que l'absence de différence significative sur l'indicateur de performance boursière et sur la mesure du risque n'indique aucune décote des titres détenus dans les sociétés visées, ce qui laisse croire que les possibilités de sortie des actionnaires minoritaires ne sont pas paralysées dans les sociétés visées.

La coalition de contrôle des sociétés sujettes à un processus d'activisme n'utilise pas la structure d'investissement pour réduire la lisibilité de sa stratégie.

Ceci se justifie par les résultats obtenus sur les variables relatives aux hypothèses H 6 et H 7.

✓ Résultat en désaccord avec les hypothèses H6 et H 7.

Les variables R&D et REM ne sont pas significatives et n'apparaissent donc pas *a priori* comme des critères discriminants entre les deux échantillons. Cette absence de différence significative laisse supposer que la coalition de contrôle ne recherche pas à réduire la lisibilité des indicateurs comptables utilisés comme des outils d'évaluation de son comportement par les actionnaires minoritaires.

En revanche, la présence de mesures de protection (variable DEL) contre les tentatives de prises de contrôle dans les sociétés visées peut faire craindre aux actionnaires minoritaires une paralysie de leur droit de sortie et, par conséquent, une diminution de leur richesse. Rappelons que plusieurs études empiriques ont montré une relation causale positive entre l'adoption de ces mesures et la diminution de la valeur actionnariale (A. Agrawal et G. Mandelker, 1990 ; S. Bhagat et R. Jefferis, 1991).

Il semble en effet que la coalition de contrôle des sociétés visées neutralise légèrement le contrôle de l'actionnariat par l'utilisation unique ou combinée des mesures de protection contre les prises de contrôle.

Par l'utilisation unique ou combinée des mesures de protection contre les prises de contrôle, la coalition de contrôle des sociétés visées par des actionnaires minoritaires dissidents neutralise le contrôle de l'actionnariat.

Ceci se justifie par le résultat obtenu sur la variable relative à l'hypothèse H 11.

✓ Résultat en accord avec l'hypothèse H 11 et en désaccord avec les hypothèses H 8, H 9, H 10a, H 10b, H 10c, H 10d.

Seule la variable DEL apparaît comme un critère discriminant entre les échantillons. Ce résultat significatif va dans le même sens que l'hypothèse H 11. La présence d'un actionnariat hétérogène et notamment d'actionnaires ayant la réputation d'être actifs peut justifier l'adoption de ces mesures par la coalition de contrôle (W. T. Carleton et al. 1998).

Enfin, on constate que globalement la coalition de contrôle des sociétés visées par des actionnaires minoritaires ne cherche pas à neutraliser les mécanismes de contrôle internes.

La coalition de contrôle des sociétés visées par des actionnaires minoritaires ne neutralise ni le contrôle du conseil d'administration ni celui du commissaire aux comptes.

Ceci se justifie par les résultats obtenus sur les variables relatives aux hypothèses H 12a, H 12b et H 13.

✓ Résultat en désaccord avec les hypothèses H 12a, H 12b et H 13.

Les sociétés visées présentent un pourcentage d'administrateurs externes et internes à leur conseil d'administration qui est globalement identique à celui des autres entreprises. L'indépendance des commissaires aux comptes est en moyenne faible dans les deux catégories de sociétés considérées. Toutefois, la prise en compte de cette variable (CAC) ne permet pas de conclure sur une différence significative de la distribution des deux échantillons.

Après avoir présenté une comparaison univariée entre les sociétés visées et les sociétés de contrôle, il nous appartient de confronter en un seul et même modèle l'ensemble de ces variables afin de mettre en évidence les facteurs les plus déterminants du profil des sociétés visées.

2. Une analyse multivariée

Pour parvenir à cette fin, nous retiendrons la même structure d'analyse que celle utilisée précédemment, à savoir, présentation de la méthodologie utilisée (2. 1.) avant d'analyser les résultats obtenus (2. 2.).

2. 1. La méthodologie utilisée

Le but de l'analyse multivariée est de faire ressortir comment des variables étudiées séparément réagissent ensemble. A cet effet, nous devons expliquer l'occurrence ou la non occurrence de l'activisme des actionnaires minoritaires en fonction des variables explicatives mentionnées précédemment. Le problème se pose alors de façon probabiliste : la probabilité que l'activisme des actionnaires minoritaires survienne (c'est-à-dire que $Y = 1$) peut s'écrire :

$$P = P (Y = 1) ; P \text{ allant de } 0 \text{ à } 1.$$

De même que pour les méthodologies utilisées dans les études américaines, nous devons avoir recours à des modèles probabilistes dont les plus usuels sont les modèles Logit et Probit. Ils présentent les avantages d'étudier les relations entre une variable binaire, à expliquer, et un ensemble de variables non gaussiennes ce qui nous permet d'interpréter les résultats de façon probabiliste.

On fait alors l'hypothèse que Y dépend de p variables indépendantes x_i , avec $i = 1, \dots, p$. Ces variables indépendantes sont censées expliquer les variations de P . On peut alors formuler la relation comme suit :

$$P = P (Y = 1/x_1, \dots, x_p).$$

Les modèles Logit et Probit sont fondés sur des principes similaires. Il s'agit avant tout d'une méthode de probabilité non linéaire qui se base sur une fonction de distribution des seuils critiques de réaction en fonction d'un ou plusieurs prédicteurs dans la population. Il convient alors de mettre en évidence les combinaisons des variables qui permettent de séparer au mieux les deux états de la variable expliquée. La différence entre les deux méthodes est la distribution des seuils. Dans le cas du modèle Probit, il s'agit d'une distribution normale alors que dans celui du modèle Logit, il s'agit d'une distribution logistique.

Nous avons retenu ce dernier modèle car la significativité des régressions Logit semble meilleure et les contraintes de calcul sont plus importantes dans le modèle Probit (G. Maddala, 1992).

La spécification du modèle Logit sera le suivant :

$$P(Y = 1) = \frac{e^{x\beta}}{1+e^{x\beta}}$$

Les valeurs des coefficients β sont celles qui maximisent la probabilité jointe que l'événement activisme survienne. L'estimation est faite par la méthode du maximum de vraisemblance. L'interprétation se fait de la manière suivante :

- comme une régression au niveau global par une analyse du R^2 afin d'apprécier le pouvoir explicatif du modèle ;
- par le test du ratio de vraisemblance qui utilise la statistique $C = -2 \cdot \log(\text{ratio de vraisemblance})$ pour évaluer la validité générale du modèle ;
- par la statistique de Wald qui permet de vérifier si chaque coefficient associé à toutes les variables est significativement différent de 0.

Afin de procéder à ces tests, nous avons éliminé les variables fortement corrélées entre elles⁹⁸ et ensuite, nous les avons sélectionnées en fonction de deux méthodes. La première est qualifiée de « classification ascendante par le test du maximum de vraisemblance ». Elle consiste à sélectionner les variables pas à pas en fonction du niveau de significativité de la statistique C qui indique l'évolution progressive de la significativité globale du modèle. La deuxième méthode, relativement inductive, consiste à sélectionner les variables à partir des résultats significatifs de notre analyse univariée.

2. 2. Les résultats et l'interprétation

Le tableau III.9 présenté ci-dessous donne les résultats qui ont été considérés comme significatifs dans chacun des deux modèles. Le premier modèle présenté a été obtenu par la classification automatique des variables en fonction du maximum de vraisemblance. Le second correspond à une démarche plus inductive retenant les variables de l'analyse univariée. Il présente la significativité de chaque variable, les différents paramètres du modèle ainsi que le signe attendu pour chaque variable.

⁹⁸ Afin de détecter les variables qui sont affectées par la multicolinéarité, D. A. Belsey, E. Kuh et R. E. Welsch proposent : dans une première étape, de calculer les valeurs propres et de déterminer celles d'entre elles dont l'indicateur dépasse le « niveau danger » (statistique comprise entre 20 et 30 et qui correspond à une situation de forte colinéarité) ; dans une seconde étape, d'étudier les parts des variances d'échantillonnage associées à chaque valeur propre (J. Johnston, 1985, p. 298).

Tableau III.9 : L'analyse multivariée sur la probabilité d'occurrence de l'activisme

Variables	Signe attendu	Modèle 1			Modèle 2		
		Coef. Estimé	Stat. De Wald	Sig.	Coef. Estimé	Stat. De Wald	Sig.
COALCONT	+	- 0,0125	1,8047	0,1791			
ADMINT	+	- 1,1786	0,0790	0,7787			
ADMEXT	-	- 1,1851	0,0799	0,7775			
RCPB	-	- 0,0021	0,1400	0,7083			
FLOTT	-	0,1902	0,3426	0,5584			
TXEND	+	0,0054	6,3274	**0,0119	0,0058	8,8208	***0,0030
DEL	+	0,3806	0,0309	0,8604	0,6721	5,6946	**0,0170
XCOT	-				1,4737	7,6329	***0,0057
Constante		116,8477	0,0776	0,7805	- 2,1722	12,7237	0,0004
- 2 log de vraisemblance		**108,074			**117,129		
Pourcentage correct de prévision – pseudo R ²		64,44 %			68,93 %		

* significatif au seuil de 10 % ; ** significatif au seuil de 5 % ; *** significatif au seuil de 1%

La validité générale des deux modèles présentés mesurée par la statistique C du ratio de vraisemblance est significative au seuil de 5 % dans les deux cas. En outre, ces modèles ont respectivement une qualité de prévision de 64,44 % et de 68,93 %, ce qui témoigne d'une qualité d'ajustement satisfaisante.

Concernant les coefficients estimés pour chaque variable, nous obtenons au final trois variables significatives. La plus significative est la variable DEL puis viennent les variables TXEND et XCOT significatives au seuil de 5 %. Ces résultats confirment donc ceux obtenus lors de l'analyse univariée.

Ainsi, plus l'entreprise utilise des mesures de protection contre les tentatives de prise de contrôle, plus forte sera la probabilité que l'entreprise fasse l'objet d'un activisme par des actionnaires minoritaires. Ce résultat corrobore l'hypothèse H 11, déjà validée au cours de l'analyse univariée.

La présence d'une combinaison unique ou multiple de mesures de protection contre les prises de contrôle renforce la probabilité d'activisme des actionnaires minoritaires.

Si l'adoption de ces mesures peut s'expliquer par la volonté de la coalition de contrôle de se protéger contre toutes tentatives de prise de contrôle, elle signale aux actionnaires minoritaires une éventuelle diminution de leur richesse (H. DeAngelo et

E. M. Rice, 1983 ; S. C. Linn et J. J. McConnell, 1983) mais aussi une atténuation de leurs droits de vote. En conséquence, cette attitude de la coalition de contrôle renforcera la probabilité d'activisme des actionnaires minoritaires.

Plus le taux d'endettement est élevé, plus forte sera la probabilité d'activisme des actionnaires minoritaires.

Ce résultat significatif corrobore l'hypothèse H 5.

Notons qu'il existe des similitudes entre l'activisme des actionnaires minoritaires en France et aux Etats-Unis. Le taux d'endettement ainsi que l'utilisation de défenses actives contre les offres publiques expliquent l'activisme de certaines catégories d'actionnaires (D. Strickland et *al.*, 1996 ; M. P. Smith, 1996 ; J. M. Karpoff et *al.*, 1996). Toutefois, pour le cas français, la participation au capital des actionnaires institutionnels ne constitue pas une variable explicative significative. Cette absence de résultat s'explique par les nombreuses contraintes juridiques qui n'incitent pas les actionnaires institutionnels à voter aux assemblées générales (*cf.* partie 1, chapitre 1, section 2). Par ailleurs, contrairement aux études empiriques américaines, nous avons émis des hypothèses sur un lien éventuel entre la qualité de l'information publiée et l'activisme des actionnaires minoritaires qui se trouvent ici partiellement corroborées.

La cotation multiple des entreprises renforce la probabilité d'activisme des actionnaires minoritaires .

Ce résultat significatif réfute l'hypothèse H 1c.

F. P. Zampa et A. E. McCormick (1991) remarquent en effet que les entreprises visées par des actionnaires minoritaires sont des entreprises hautement visibles qui mènent une stratégie de communication privée et publique à l'égard des actionnaires.

Conclusion

Cette première étude empirique nous a apporté des précisions sur le processus d'arbitrage des actionnaires minoritaires « activistes ». Entre autres, on a constaté que leur motivation à agir est liée à l'évaluation de la latitude de la coalition de contrôle. Cette évaluation s'effectue en fonction de deux variables, le taux d'endettement et la présence de mesures de protection contre les prises de contrôle. La première variable fait craindre aux actionnaires un risque élevé de faillite de l'entreprise alors que la seconde traduit une diminution future des opportunités de réalisation de plus-values. Les résultats obtenus montrent aussi que les actionnaires minoritaires deviennent « activistes » afin d'influer sur la valeur de leurs titres. Leurs objectifs sont alors de diminuer leurs coûts d'opportunités en évitant que la coalition de contrôle leur fasse supporter la part majeure de la destruction de la valeur en cas de conjoncture défavorable. Non seulement, cette attitude conduit à paralyser leurs opportunités de sortie, mais elle conduit aussi à neutraliser leur prise de parole en adoptant des clauses statutaires.

Cette évaluation des conséquences de la stratégie de la coalition de contrôle sur l'exercice de leur droit de sortie des actionnaires minoritaires est basée sur leurs facilités à accéder à l'information financière. En effet, c'est cette information qui déterminera leurs capacités à influencer les décisions de la coalition de contrôle et à solliciter les votes des autres actionnaires.

Chapitre 3.

Les facteurs explicatifs du succès de l'activisme

Au cours de ce développement, nous rechercherons à expliquer le succès partiel ou total de l'activisme des actionnaires minoritaires.

Lors des parties précédentes, nous avons pu constater que des associations ou quelques actionnaires ont pour objectif de faire évoluer la protection juridique des actionnaires minoritaires au moyen d'activités de *lobbying*. Afin de tenir compte de celles-ci, ainsi que des révocations des dirigeants qui ont lieu au cours du processus d'activisme, nous postulons que l'activisme est un succès partiel lorsque :

- il y a eu, pendant ou à l'issue de l'activisme, une évolution juridique ou jurisprudentielle sur les motifs de contestation ;
- il y a eu une ou plusieurs révocations des dirigeants au cours du processus d'activisme ;
- un des motifs de contestation a été jugé recevable par la cour d'appel ou par la Cour de cassation (si un nouveau recours a été formé), les autres motifs étant en attente de la décision judiciaire.

Par conséquent, dans le cas des actions judiciaires, la date de la fin de l'activisme est la date de la dernière décision judiciaire prononcée et, dans le cas des « batailles de procuration », celle de la tenue de l'assemblée générale.

Notons que le succès de l'activisme est total si l'une des conditions susmentionnées est réalisée :

- si le recours judiciaire entraîne l'attribution de dommages et intérêts ;
- si une réévaluation du prix offert lors des offres de prise de contrôle est effectuée ;
- si leurs revendications ont été négociées ou approuvées en assemblée générale.

Nous ne distinguerons cependant pas le succès partiel du succès total pour définir nos variables qui seront donc au nombre de deux, l'échec de l'activisme représentant notre deuxième variable au côté du succès de l'activisme. A partir d'une régression logistique et sur la base de l'échantillon initial des 112 sociétés, nous recherchons à déterminer la

probabilité de succès de l'activisme des actionnaires minoritaires en fonction des variables présentées lors de l'étude théorique relative au comportement actif de la coalition minoritaire dissidente (hypothèses 14 à 20).

Après avoir rappelé ces hypothèses et les variables empiriques nous permettant de les tester (section 1.), nous présenterons la démarche empirique ainsi que ses résultats (section 2.).

Section 1. LE RAPPEL DES HYPOTHESES THEORIQUES ET LA DESCRIPTION DE L'APPROCHE EMPIRIQUE

Notre raisonnement est basé sur l'étude du comportement actif de la coalition dissidente (*cf.* partie 2, chapitre 2). Sa composition et ses activités d'influence sont supposées résoudre le problème du « passager clandestin » afin de motiver les autres actionnaires à devenir « activistes ». Plus cette coalition sera importante et forte, plus grandes seront ses chances de réussite. De cette proposition découle un ensemble d'hypothèses théoriques rappelées dans le tableau de synthèse suivant.

Tableau III.10 : Un rappel des hypothèses théoriques relatives au succès de l'activisme des actionnaires minoritaires

	Les hypothèses théoriques
La composition de la coalition minoritaire dissidente	<p>H 14a : Il existe un lien positif entre la présence d'un ou plusieurs actionnaires financiers au sein de la coalition dissidente et la probabilité de succès de cet activisme.</p> <p>H 14b : Il existe un lien positif entre l'activisme institutionnel (coalition dissidente comportant des actionnaires institutionnels étrangers) et la probabilité de succès de cet activisme.</p> <p>H 14c : Il existe un lien positif entre l'activisme institutionnel coordonné par des actionnaires institutionnels étrangers et français et la probabilité de succès de cet activisme.</p> <p>H 14d : Il existe un lien positif entre l'activisme mis en place par un actionnaire individuel connu et la probabilité de succès de l'activisme des actionnaires minoritaires.</p>

Les activités d'influence	<p>H 15a : Il existe un lien positif entre l'activisme « associatif » et la probabilité de succès de cet activisme.</p> <p>H 15b : Il existe une relation positive entre l'activisme associatif effectué par des associations « spécialisées » et la probabilité de succès partiel de cet activisme.</p> <p>H 16 : Il existe une relation positive entre l'existence de « batailles judiciaires » et la probabilité de succès de l'activisme des actionnaires minoritaires.</p> <p>H 17 : Il existe une relation positive entre la durée de l'activisme des actionnaires minoritaires et la probabilité de succès de ce dernier.</p> <p>H 18 : Il existe une relation positive entre la participation de la coalition dissidente et la probabilité de succès de son activisme.</p> <p>H 19a : Il existe une relation positive entre la demande d'adoption ou d'annulation de clauses qualifiées de <i>managériales</i> et la probabilité de succès de cet activisme.</p> <p>H 19b : Il existe une relation positive entre les opérations de restructuration contestées et la probabilité de succès de cet activisme.</p> <p>H 20 : Il existe une relation positive entre la mauvaise performance comptable de l'entreprise visée et le succès de l'activisme des actionnaires minoritaires.</p>
----------------------------------	---

Après avoir exposé l'articulation entre les hypothèses théoriques et les variables empiriques (1.), nous présenterons l'échantillon des sociétés visées par des actionnaires minoritaires (2.), ce qui nous permettra de valider nos hypothèses.

1. La description des variables explicatives du succès de l'activisme

A partir de la presse financière, du *Bulletin annuel de la COB*, du *Bulletin Joly des sociétés* et du Cdrom *Juridique l'Amy* -arrêts de la Cour de cassation de décembre 1990 à mars 2001- nous avons pu déterminer les variables explicatives et le résultat de l'activisme dans 97 sociétés parmi les 112 de l'échantillon initial. Le tableau en annexe 5 compare les motifs de contestation, la date de début d'activisme, les activités d'influence, la composition de la coalition dissidente, et le résultat du processus d'activisme de ces sociétés.

Suivant l'ordre dans lequel nous avons exprimé les hypothèses théoriques, nous présentons la mesure de chaque variable empirique dans le tableau III.11. Auparavant, des remarques sur le choix de quelques variables s'imposent.

✓ Hypothèses H 19a et H 19b

Nous savons que les actionnaires minoritaires deviennent « activistes » lorsque l'entreprise limite leurs opportunités de sortie. Nous avons donc classé les motifs de contestation en fonction du degré d'activisme des actionnaires minoritaires conséquence de la diminution de leur droit de sortie :

4 : Sociétés en difficultés financières ou dont l'objet de mécontentement est la performance financière de l'entreprise ;

3 : Opérations de prise de contrôle (Scission, rachat, OPE,...) ;

2 : Clauses *managériales* contestées ;

1 : autres motifs de contestation n'entrant pas dans l'une des catégories mentionnées précédemment :

- les clauses « actionnariales » proposées ;
- les délits d'initié, la divulgation d'une information erronée ou tardive ;
- et les abus de biens sociaux ou la présence de conventions réglementées.

✓ Hypothèse H 20

Dans le cadre d'une campagne de sollicitation de votes et dans un contexte de bonnes performances boursières de l'entreprise, la coalition dissidente révèle la stratégie de manipulation de la coalition de contrôle aux autres actionnaires en leur communiquant des données comptables comme la rentabilité financière (valeur comptable) sur la société visée avant et pendant le processus d'activisme (L. DeAngelo, 1988).

Etant donné que la durée du processus d'activisme varie de quelques mois (lors des « batailles de procuration ») à quelques années (lors des actions judiciaires) et qu'il peut débuter quelques années après l'apparition des faits délictueux ou de la disparition de l'entreprise, il nous a été impossible de mener une analyse dynamique de la situation financière de l'entreprise pendant le processus d'activisme. Par ailleurs, notre échantillon composé de sociétés cotées et non cotées, nous a incité à retenir le taux de rentabilité des capitaux propres (valeur comptable) de l'année précédant le début du processus d'activisme.

Tableau III.11 : La mesure des variables explicatives du succès de l'activisme

HYPOTHESE	CODE	LA MESURE DES VARIABLES EXPLICATIVES	SOURCES
LA COMPOSITION DE LA COALITION DISSIDENTE			
H 14a	ACFIN	Prend la valeur 1 si parmi la coalition dissidente, on trouve des actionnaires financiers, 0 sinon.	<i>La Tribune Desfossés – Les Echos Bulletin Joly sociétés Juridique L’Amy- arrêts de la Cour de cassation de décembre 1990 à mars 2001</i>
H 14b	ACINSE	Prend la valeur 1 si parmi la coalition dissidente, on trouve des actionnaires institutionnels étrangers, 0 sinon.	
H 14c	ACINSC	Prend la valeur 1 si l’activisme institutionnel est coordonné par des actionnaires institutionnels étrangers et français, 0 sinon.	
H 14d	ACIND	Prend la valeur 1 si un actionnaire individuel ayant la réputation d’être actif fait partie de la coalition dissident, 0 sinon. Les actionnaires individuels ayant la réputation d’être actifs sont les suivants : Guy Wyser Pratte ; Me Lattès ; Me Géniteau.	
LES ACTIVITES D’INFLUENCE			
H 15a	ACASSO	Prend la valeur 1, si l’acteur de l’activisme est un activisme « associatif », 0 sinon.	<i>La Tribune Desfossés – Les Echos Bulletin Joly sociétés Juridique L’Amy- arrêts de la Cour de cassation de décembre 1990 à mars 2001</i>
H 15b	ASSOS	Prend la valeur 1 si l’acteur de l’activisme est une association spécialisée (ADAM, ANAF, AEDE), 0 sinon.	
H 16	ACJUD	Prend la valeur 1 si la forme de l’activisme est une action judiciaire ponctuée ou non par des « batailles de procuration », 0 sinon. Afin de distinguer les actions judiciaires des batailles de procuration, nous avons ajouté la variable suivante :	
	BP	Prend la valeur 1, si la forme de l’activisme est uniquement une « bataille de procuration », 0 sinon.	

H 17	DUREE	<p>Durée de l'activisme en nombre d'années.</p> <p>La durée a été déterminée en prenant comme date de départ celle de l'annonce dans la presse financière d'une action judiciaire ou d'une « bataille de procuration » et, comme de date de fin de période, celle du dernier arrêt connu (soit du tribunal de commerce, soit de la cour d'appel, soit de la Cour de cassation) ou la date de la tenue de l'assemblée générale lorsqu'il s'agit d'une « bataille de procuration ».</p>	<p><i>La Tribune Desfossés – Les Echos Bulletin Joly sociétés Juridique L'Amy- arrêts de la Cour de cassation de décembre 1990 à mars 2001</i></p>
H 18	COALDIS	<p>Ces seuils ont été déterminés à partir des taux légaux offrant aux actionnaires minoritaires des prérogatives juridiques. Ces seuils sont les suivants : inférieur à 5 % du capital ; compris entre 5 % et 10 % du capital ; entre 10 % et 25 % ; entre 25 % et 33,33 % et supérieur à la minorité de blocage.</p>	
H 19	MOTIF	<p>Est une variable nominale qui mesure les différents motifs de contestation classés de la manière suivante :</p> <p>4 : Sociétés en difficultés financières ou dont l'objet de mécontentement est la performance financière de l'entreprise ;</p> <p>3 : Opérations de prise de contrôle (Scission, rachat, OPA, OPE,...) ;</p> <p>2 : Clauses <i>managériales</i> contestées ;</p> <p>1 : autres motifs de contestation n'entrant pas dans l'une des catégories mentionnées précédemment telles que :</p> <ul style="list-style-type: none"> - les clauses « actionnariales » proposées ; - les délits d'initié, la divulgation d'une information erronée ou tardive ; - et les abus de biens sociaux ou la présence de conventions réglementées. 	
H 20	PERFC	<p>Le taux de rentabilité des capitaux propres (valeur comptable) l'année précédant l'activisme.</p>	
			DIANE

2. La présentation descriptive de l'échantillon

Comme nous l'avons mentionné précédemment, si notre échantillon est composé de 112 sociétés visées par des actionnaires minoritaires de janvier 1989 à décembre 2000, par manque d'informations sur le résultat du processus d'activisme, seules 97 sociétés feront l'objet d'une étude empirique.

Les trois prochains tableaux fournissent respectivement des indications sur le taux d'échec et de succès de l'activisme, des informations sur les activités d'influence menées par chaque catégorie d'actionnaires dissidents et sur leurs motifs de contestation.

Tableau III.12 : *Le résultat de l'activisme et les activités d'influence par année*
 Certaines sociétés étant encore en attente d'une décision, nous ne sommes pas toujours en mesure de fournir le résultat de l'activisme.

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Actions judiciaires	6	2	4	14	8	8	9	3	3	3	4	2
Batailles de procuration	0	0	1	5	3	4	11	3	1	4	1	6
Succès	3	2	0	7	3	6	10	3	1	2	4	3
Echec	3	0	5	10	6	9	7	3	3	4	0	3

On peut déduire des résultats inscrits ci-dessus que l'activisme est un succès dans 45,36 % des cas (soit 44 succès sur 97 procédures abouties). 62,86 % des cas d'ouverture de l'activisme se matérialisent par des actions judiciaires, les « batailles de procuration » ne représentant que 37,14 % des activités d'influence utilisées. On constate néanmoins qu'elles connaissent une nette évolution en 2000.

Tableau III.13 : Les activités d'influence choisies par chaque catégorie d'actionnaires dissidents

ACINSE : actionnaire institutionnels étranger ; ACINSF : actionnaire institutionnel français ; ACFIN : actionnaire financier ; ASSOP : association ponctuelle ; ACIND : actionnaire individuel connu.

	ACINSE	ACINSF	ACFIN	Adam	Anaf	Aede	Déminor	ASSOP	ACIND
Actions judiciaires	13	9	7	23	0	2	3	6	8
Batailles de procuration	9	6	10	13	2	1	1	2	1
Appel aux autorités boursières	2	3	4	10	1	0	1	1	2
Autres activités d'influence	2	1	2	2	0	1	1	0	2

Le tableau III.13 nous montre que dans 41,8 % des cas, l'activisme des actionnaires minoritaires prend la forme « associationnelle ».

L'ADAM, l'association spécialisée la plus active, intervient dans 32,4 % des cas de contestations et connaît un taux de succès de 59,38 %. Elle est la seule coalition dissidente à accuser la coalition de contrôle d'action de concert. Son action judiciaire, débutant généralement par une lettre envoyée aux autorités boursières et ponctuée par des batailles de procuration, vise essentiellement les opérations de restructuration (44,6 %) et les clauses qualifiées de *managériales* (19,4 %) (cf. tableau III.14). Comme l'ADAM, les autres associations ont toutes des axes d'activisme privilégiés. Le tableau III.14 synthétise les différentes activités d'influence utilisées par chaque catégorie d'actionnaires minoritaires.

Le programme d'activisme de l'AEDE ne s'intéresse pour sa part qu'aux sociétés en difficultés financières. L'association ANAF privilégie quant à elle la voie consensuelle et n'est pas intervenue jusqu'à présent par voie judiciaire.

Les associations ponctuelles peuvent se former dans les sociétés en difficultés financières (50 %), elles soumettront alors ponctuellement des propositions de résolutions ou la candidature d'un de leur représentant au conseil d'administration (25 %).

Les actionnaires individuels ont un comportement d'activisme différent des autres actionnaires dissidents dans la mesure où leurs dissensions portent sur le comportement abusif de la coalition de contrôle pouvant entraîner des abus de biens sociaux (33,3 %).

Les blocs de contrôle actifs appliquent davantage leurs droits de prise de parole. Ils exercent en effet leur fonction plus souvent que les autres catégories d'actionnaires dissidents afin d'obtenir l'adoption de résolutions « actionnariales » ou l'annulation de

résolutions *managériales*. Seul le comportement des actionnaires institutionnels français diverge de cette démarche pour se rapprocher de celle de l'ADAM. Comme nous le montre le tableau III.14, ils interviennent plus fréquemment lors d'opérations de restructuration (50 %).

Tableau III.14 : Les fréquences des motifs de contestation en fonction de l'identité des dissidents

Non seulement il existe plusieurs motifs de contestation pour une seule action, mais en plus, les actionnaires dissidents peuvent intervenir plusieurs fois au sein d'une même société sous différents motifs de contestation.

La signification des symboles en ligne est la suivante :

Les clauses statutaires (ACT) proposées par des actionnaires minoritaires dissidents sont qualifiées « d'actionnariales ». Les actionnaires minoritaires cherchent dans ce cas à obtenir le contrôle minoritaire (un siège au conseil d'administration), le contrôle majoritaire (la majorité des sièges) ou l'adoption de certaines clauses statutaires (distribution de dividendes). INFO : information privée, insuffisante, trompeuse et délit d'initié. MANA : clauses *managériales* ayant pour objectif l'enracinement de la coalition de contrôle (clauses de limitation des droits de vote). REM : abus de biens sociaux et conventions réglementées. BLOC : opération de cession de blocs de contrôle. CONT : opérations de prise de contrôle diverses. AUGK : opération d'augmentation de capital ou opération de type « coup d'accordéon ». Concert : accusation des actionnaires minoritaires sur d'éventuelles actions de concert entre actionnaires et ayant pour effet la mise en œuvre d'une OPA. PERF : mauvaise performance financière de l'entreprise, société en redressement judiciaire ou en liquidation judiciaire.

Les pourcentages représentent la part de chaque motif de contestations sur le nombre total des contestations émises par chacun des dissidents selon leur statut.

Motifs	ACINSE		ACINSF		ACFIN		Adam		Anaf		Aede		ASSOP		Démminor		GPSC		ACIND	
		%		%		%		%		%		%		%		%		%		%
ACT	1	15			3	17.7							2	25			1	50		
INFO	1	10	2	14.3			6	16.7							1	20				
MANA	3	15	2	14.3	1	5.9	7	19.4	1	25										
REM																			3	33.3
Scission					1	5.9														
BLOC	2	10	1	7.1	1	5.9	3	8.3							1	20			1	11.1
CONT					1	5.9														
rachat	1	5							1	25									1	11.1
OPA	3	15	5	35.7	3	17.6	8	22.2							1	20			2	22.2
OPR					1	5.9	2	5.6	1	25			1	12.5					1	11.1
OPE					1	5.9	1	2.8	1	25										
Fusion	3	15	2	14.3	2	11.8	2	5.6							1	20	1	50	1	11.1
AUGK	1	5			1	5.9	2	5.6					1	12.5						
concert							1	2.8												
PERF	2	10	2	14.3	2	11.8	4	11.1			3	100	4	50	1	20				

La présentation générale de l'échantillon effectuée et la description des variables empiriques terminées, nous allons procéder à leur analyse empirique.

Section 2. LA METHODOLOGIE ET LES RESULTATS

Rappelons que comme l'objectif de cette étude empirique est de déterminer les variables explicatives du succès de l'activisme des actionnaires minoritaires, une régression logistique s'impose.

A la différence de l'étude empirique précédente, nos variables empiriques sont toutes des variables nominales. Ces variables étant fortement contingentes, nous avons procédé à une analyse factorielle qui vise à structurer ces variables dans le but d'effectuer une typologie et de créer de nouvelles variables composites indépendantes nécessaires à l'analyse logistique. Par conséquent, l'analyse en composantes principales présente l'intérêt de déterminer des facteurs exprimés comme des combinaisons linéaires exactes de nos variables explicatives.

Nous présenterons successivement la méthodologie et les résultats de l'analyse factorielle (1.) puis ceux de la régression logistique (2.).

1. L'analyse factorielle en composantes principales

L'objectif général de l'analyse en composantes principales (désormais ACP) est de rechercher les meilleures représentations planes permettant de décrire de façon synthétique l'essentiel de « l'information » contenue dans notre base de données composées des sociétés visées par des actionnaires minoritaires. Cette nouvelle représentation graphique plane suscite alors les interrogations suivantes :

- Quelle est la signification des axes qui engendrent le plan où sont représentées les sociétés retenues par les actionnaires minoritaires « activistes » ?
- Comment interprète-t-on les proximités ou les éloignements des points ?
- Quelle est la part de « l'information » recueillie dans un tel plan ?

Au fur et à mesure de la présentation de la méthodologie de l'ACP en trois étapes, nous interpréterons les résultats obtenus sur notre échantillon. Nous définirons successivement :

- le repère principal d'inertie du nuage de points-sociétés ;
- pour chaque axe principal d'inertie, le pourcentage de variance expliquée ;

- une variable composite (facteur) associée à chaque axe principal d'inertie.

- Première étape : le repère principal d'inertie

Le problème consiste à réduire les p variables initiales en un nombre q de variables composites ($q < p$). Il s'agit de passer d'une matrice des données initiales (n sociétés * p variables) à une matrice réduite.

La première étape consiste à définir le repère principal d'inertie du nuage de points-sociétés. Nos données initiales sont représentées dans un tableau avec n lignes (représentant les sociétés visées au nombre de 97) et p colonnes (représentant les variables explicatives au nombre de 12). Chaque ligne du tableau est un p -uplet de nombre réels ; nous assimilons ce p -uplet aux p coordonnées d'un point dans un repère de l'espace à p dimensions noté \mathfrak{R}^p et appelé espace de variables. Le repère sera constitué de p axes orthogonaux deux à deux ; chaque axe étant associé à l'une des p variables. Chaque société sera ainsi représentée par un point dans le repère \mathfrak{R}^p .

Les axes factoriels sont des axes principaux d'inertie déterminés de la manière suivante :

Le premier axe factoriel passe par le centre de gravité du nuage de points tel que l'inertie des n points P_i (masses unités), projections des M_i sur l'axe soit maximale :

$$\text{Sur l'axe } F_1 : \sum_{i=1}^n OP_i^2$$

En d'autres termes, l'axe F_1 définit la direction de la plus grande dispersion des points du nuage, c'est-à-dire la direction de « plus grande dispersion globale » des n individus. On définira de la même manière les axes F_1, F_2, \dots, F_p qui sont perpendiculaires deux à deux. Nous appelons désormais ces axes principaux d'inertie des axes factoriels.

Dans une deuxième étape, nous allons déterminer pour chaque axe factoriel le pourcentage de variance expliquée.

- Deuxième étape : le calcul du pourcentage de variance expliquée associé à l'axe factoriel

En calculant le rapport $\tau_i = \frac{\sum OP_i^2}{\sum OM_i^2}$, nous obtenons un pourcentage mesurant le « taux de dispersion » du nuage dans la direction associée à l'axe F_1 . Ce rapport s'appelle le pourcentage de variance expliquée par l'axe F_1 .

$\sum_{i=1}^n OM_i^2$ mesure la dispersion globale du nuage des n points sociétés par rapport au centre de gravité O .

$\sum_{i=1}^n OP_i^2$ mesure la dispersion globale du nuage des n points sociétés par rapport à O des n projections P_i des points M_i sur l'axe F_1 .

De la même façon, nous associerons aux axes F_1, F_2, \dots, F_p , les pourcentages de variances $\tau_2, \tau_3, \dots, \tau_p$.

✓ Application à notre échantillon

Les pourcentages de variance sont respectivement pour chaque axe factoriel 23,51 %, 18,17 %, 13,87 %, 10,88 % et 9 %. Ces cinq axes extraits expliquent 75,43 % de la dispersion globale du nuage.

Dans le cas d'une dispersion homogène du nuage des points-sociétés, le pourcentage de variance expliquée par chaque axe factoriel serait de $100/12$, c'est-à-dire de 8,33 %. Dans notre cas, les quatre premiers axes sont donc significatifs.

- Troisième étape : l'identification des facteurs ou des variables composites associées à un axe factoriel

Chaque axe factoriel est défini par un vecteur unitaire qui, dans l'espace \mathfrak{R}^p , est une combinaison linéaire de p vecteurs de base.

Notons \vec{f}_1 le vecteur unitaire définissant l'axe F_1 et $\vec{x}_1, \vec{x}_2, \dots, \vec{x}_p$, les p vecteurs unitaires de base définissant les p axes du repère de base. Nous avons :

$$\vec{f}_1 = a_1 \vec{x}_1 + a_2 \vec{x}_2 + \dots + a_p \vec{x}_p$$

On peut ainsi associer à l'axe F_1 la variable composite que définit la combinaison linéaire des variables de base X_1, X_2, \dots, X_p (avec a_1, a_2, \dots, a_p les valeurs des coefficients de corrélation linéaire avec F_1 ou le « poids » des variables de base dans la définition de F_1) pour désigner cette variable appelée facteur :

$$F_1 = a_1 X_1 + a_2 X_2 + \dots + a_p X_p$$

Les analyses et les interprétations des facteurs F_1, F_2, \dots, F_p seront effectuées de la même manière.

✓ Application à notre échantillon

Le tableau ci-dessous présente les coefficients de corrélation linéaire de chaque variable explicative en fonction des cinq axes factoriels extraits de notre ACP.

Tableau III.15 : La matrice des variables explicatives en fonction des facteurs

Les variables explicatives	Les facteurs ou les variables composites				
	F_1	F_2	F_3	F_4	F_5
ACFIN	- 0,203	- 0,149	- 0,108	0,485	0,514
ACINSE	0,222	0,900	-0,203	-1,143	0,169
ACINSC	0,216	0,907	-0,134	-0,107	0,202
ACIND	0,105	1,986 ^E -02	- 0,749	-0,309	- 0,171
ACASSO	0,814	2,655 ^E -02	0,409	0,159	4,884 ^E -02
ASSOS	0,710	0,143	0,428	9,825 ^E -03	0,200
ACJUD	0,784	- 0,233	- 0,166	- 0,303	0,101
BP	- 0,628	0,508	0,354	8,957 ^E -02	- 0,160
DUREE	0,554	- 7,478 ^E -02	0,157	0,350	- 0,276
COALDISS	- 0,391	- 0,116	0,331	- 0,268	0,630
MOTIF	- 0,197	0,241	0,583	- 0,292	- 0,397
PERFC	- 1,765 ^E -02	0,338	-0,232	0,733	-9,721 ^E -02

Ces cinq facteurs sont des variables composites qui mesurent le degré de succès de l'activisme des actionnaires minoritaires. Leur définition est fonction des variables qui sont le plus fortement corrélées linéairement avec chacun d'entre eux.

Interprétation du facteur F_1 :

Les variables ACASSO, ASSOS et ACJUD sont fortement corrélées positivement à ce facteur, alors que la variable BP est corrélée négativement. Nous observons également

que la variable DUREE est faiblement corrélée à F_1 . Notons enfin la hiérarchie entre les variables ACASSO (0,814), ACJUD (0,784) et ASSOS (0,710).

Ce premier facteur oppose alors les différentes activités d'influence du processus d'activisme en fonction de leur durée. Il mesure le degré d'influence de la coalition dissidente dans chaque société visée. Il sera faible si la coalition dissidente choisit la voie consensuelle (la négociation et la prise de parole en assemblée générale), à l'opposé, il sera fort si la minorité dissidente choisit la voie conflictuelle en ayant recours aux associations qui font appel de manière systématique à la voie contentieuse.

Interprétation du facteur F_2 :

Les variables ACINSE et ACINSC sont fortement corrélées positivement au facteur F_2 . Ce second facteur n'oppose pas l'activisme initié par les actionnaires institutionnels étrangers et français à d'autres variables. Sur cet axe, la coordonnée d'une société visée par des actionnaires minoritaires ayant réussi leur activisme est donc une mesure de la présence d'un actionnaire « pivot » au sein de la coalition dissidente (*cf.* partie 1, chapitre 2) et qui sera par conséquent l'actionnaire(s) institutionnel(s) dans notre analyse.

Les facteurs F_3 et F_4 représentent des pourcentages de variance expliquée sensiblement identiques, mais faibles (13,87 %, 10,88 %) contrairement aux précédents.

Interprétation du facteur F_3 :

Il mesure les activités informationnelles de la coalition dissidente.

L'annonce publique de l'objet de la contestation (MOTIF : 0,583) aura un faible effet incitatif alors que la présence d'un actionnaire individuel connu (ACIND : - 0,749) aura un fort effet contre-incitatif.

Interprétation du facteur F_4 :

La divulgation par le dirigeant de la performance financière (PERFC : 0,733) de l'entreprise aura un effet positif sur la motivation des actionnaires minoritaires à devenir « activistes ». Comme le mentionnent les études de L. DeAngelo (1988) et D. W. Collins et L. DeAngelo (1990), la coalition dissidente utilise cet indicateur comptable pour informer

les autres actionnaires de la performance de l'équipe de direction et de ses stratégies de manipulation.

Interprétation du facteur F₅ :

Seule la variable COALDISS est fortement corrélée à l'axe F₅. Nous interprétons donc le facteur F₅ comme une mesure du degré de contrôle des actionnaires minoritaires. En effet, en fonction de leurs droits de vote collectifs, les actionnaires minoritaires auront un pouvoir disciplinaire plus important.

Il convient de souligner que ce facteur représente un pourcentage de variance expliquée relativement faible (9 %).

Ainsi, partant de douze variables dépendantes, nous avons pu extraire cinq variables composites indépendantes issues de l'interprétation de chaque axe factoriel. Ces variables mesurent respectivement :

- le degré d'influence de l'activisme (axe F₁) ;
- la présence d'un actionnaire institutionnel « pivot » au sein de la coalition dissidente (axe F₂) ;
- les activités de signalisation de la coalition dissidente (axe F₃) ;
- la divulgation de la performance comptable (axe F₄) ;
- le degré de contrôle de la coalition dissidente (axe F₅).

Des tests de Student et de U de Mann-Whitney montrent que seul l'axe F₁ est statistiquement significatif au seuil de 1 %. Donc le degré d'influence des actionnaires minoritaires activistes est en moyenne plus élevé dans les sociétés dans lesquelles ils ont réussi leur activisme que dans les autres sociétés.

2. La régression logistique

L'objectif de cette analyse multivariée est identique à celui recherché pour déterminer les facteurs explicatifs de l'activisme des actionnaires minoritaires. A ce titre, nous devons expliquer la probabilité de succès de l'activisme des actionnaires minoritaires en fonction des variables composites mentionnées précédemment. La probabilité que le

succès de l'activisme des actionnaires minoritaires survienne (c'est-à-dire que $Y = 1$) peut s'écrire :

$$P = P(Y = 1) = \frac{e^{x\beta}}{1+e^{x\beta}} ; P \text{ allant de } 0 \text{ à } 1.$$

Les valeurs des coefficients β sont celles qui maximisent la probabilité jointe que l'événement succès de l'activisme survienne. L'estimation est faite par la méthode du maximum de vraisemblance.

Le tableau III.16 présenté ci-après donne les résultats qui ont été considérés comme significatifs dans chacun des deux modèles. Il présente donc la significativité de chaque variable composite, les différents paramètres du modèle ainsi que le signe attendu pour chaque variable.

Tableau III.16 : L'analyse multivariée sur la probabilité du succès de l'activisme

Variables	Signe attendu	Modèle 3		
		Coef. Estimé	Stat. De Wald	Sig.
F₁ : le degré d'influence	+	1,1049	5,1570	**0,0232
F ₂ : l'actionnaire institutionnel « pivot »	+	- 0,8644	0,1218	0,1218
F ₃ : l'activité informationnelle (motif de contestation)	+	- 0,2579	0,6878	0,6878
F ₄ : la divulgation de la performance financière	+	- 1,2832	2,0048	0,1568
F ₅ : le degré de contrôle	+	0,1489	0,1149	0,7346
Constante		0,9893	0,1149	0,7346
- 2 log de vraisemblance			**28,835	
Pourcentage correct de prévision – pseudo R ²			78,13 %	

* significatif au seuil de 10 % ; ** significatif au seuil de 5 % ; *** significatif au seuil de 1%

La validité générale du modèle présenté, mesurée par la statistique C du ratio de vraisemblance, est significative. Il a une qualité de prévision de 78,13 %, ce qui témoigne d'une qualité d'ajustement satisfaisante.

Concernant les coefficients estimés pour chaque variable, nous obtenons au final une variable composite F₁ significative (au seuil de 5 %), confirmant que le degré d'influence des actionnaires minoritaires « activistes » renforce le succès de leur activisme.

Le degré d'influence des actionnaires minoritaires « activistes » renforce le succès de leur activisme.

▣ Les résultats obtenus corroborent les hypothèses H 15a, H 15b, H 16 et H 17.

Contrairement aux études empiriques américaines, le motif de contestation, la performance financière de l'entreprise et la présence des actionnaires institutionnels au sein de la coalition dissidente n'expliquent pas le succès de l'activisme des actionnaires minoritaires.

Comme nous l'avons présenté au cours des développements précédents, l'activisme des actionnaires minoritaires sur les sociétés françaises est un activisme associatif caractérisé par un ensemble d'activités judiciaires ponctuées par des batailles de procuration. Les résultats obtenus montrent que cette forme d'activisme détermine le succès du processus de contestation. Contrairement au modèle américain, le rôle de l'actionnaire « pivot » n'est pas joué par l'actionnaire institutionnel mais par les associations d'investisseurs qui sont souvent mandatées par les actionnaires institutionnels étrangers.

En outre, la voie contentieuse est utilisée de manière systématique, car le droit des sociétés et le droit boursier attribuent à la minorité des prérogatives juridiques qui lui confèrent un pouvoir disciplinaire et d'influence sur la coalition de contrôle.

Aussi, le degré d'influence de la coalition dissidente est fonction de la forme de son activisme et du choix dans ses activités d'influence. Plus ce degré d'influence est violent (voie contentieuse) et exercé collectivement sous forme « associative », plus grande sera la probabilité de réussite de l'activisme des actionnaires minoritaires.

Conclusion

Contrairement au modèle *anglo-saxon*, l'activisme des actionnaires minoritaires est composé d'un ensemble d'activités « associationnelles » et judiciaires. Elles sont souvent médiatisées et parfois accompagnées de « batailles de procuration ». Cet activisme est un processus long et complexe par un ensemble d'activités d'influence organisées en réseaux, ce qui détermine son succès.

Le droit d'action reconnu à la minorité et les « vides juridiques » laissés par le droit des sociétés et le droit boursier (*cf.* partie 1, chapitre 3) déterminent alors la marge de manœuvre des actionnaires minoritaires et favorisent leurs chances de succès. Ainsi, le droit est non seulement un « outil de communication », mais aussi, un élément d'« harcèlement juridique » (A. Couret, 1996) qui pèse sur les décisions des juges.

Dès lors, on peut se demander si les améliorations apportées à la protection juridique des actionnaires minoritaires et à la définition des notions juridiques, sources de litige (par exemple, la notion d'action de concert définie récemment par la Loi NRE), ont pour objectif de neutraliser leurs activités d'influence en institutionnalisant le dialogue avec les actionnaires minoritaires. On peut également s'interroger sur la perception qu'ont les investisseurs sur le processus d'activisme. Est-ce que ce dernier sera perçu comme un mécanisme alternatif de surveillance et sera-t-il considéré comme un système gênant et coûteux pour la coalition majoritaire ?

Chapitre 4.

L'activisme actionnarial et la richesse des actionnaires : L'incidence de la date d'annonce publique de l'activisme

L'objectif de ce chapitre est de tester les hypothèses relatives aux effets de l'activisme sur la richesse des actionnaires dont les énoncés ont été présentés lors du troisième chapitre de la deuxième partie.

Nous avons pu identifier lors de la constitution de notre échantillon plusieurs dates, notamment la date d'annonce publique de l'existence de conflits d'intérêts avec des actionnaires minoritaires « activistes », mais aussi la date de résolution de l'activisme (date de la tenue de l'assemblée générale ou date de la dernière décision judiciaire connue). Or, la durée de l'activisme peut varier de quelques mois à plusieurs années. Il ne nous semble donc pas pertinent au vue de l'hétérogénéité de notre échantillon de petite taille de mesurer l'impact de l'annonce de la résolution de l'activisme.

Il convient alors de mesurer dans quelle mesure le marché valorise l'annonce d'un processus d'activisme par des actionnaires minoritaires. La signification des résultats d'une telle étude repose sur la notion d'efficience des marchés : les variations anticipées des bénéfices actualisées par action sont reflétées dans les variations de cours observées au moment de l'annonce de l'activisme.

Dans un premier temps, nous décrivons notre échantillon ainsi que la méthodologie de l'étude d'événement (section 1), pour ensuite, analyser les résultats afin de valider ou de réfuter nos hypothèses relatives à l'incidence de l'annonce publique de l'activisme sur la situation patrimoniale des actionnaires des sociétés visées (section 2). Nous avons vu (*cf.* chapitre 3, partie 2) que le marché financier peut réagir de plusieurs manières, positivement (hypothèse 21a) ou négativement (hypothèse 21b) voire de manière non significative (hypothèse 21c).

Section 1. LA DESCRIPTION DE L'ÉCHANTILLON ET DE LA METHODOLOGIE

Nous énoncerons les données nécessaires à l'étude d'événement (1.), avant de présenter les différentes étapes relatives aux calculs des rentabilités anormales moyennes et cumulées (2.).

1. Les données de l'étude d'événement

Notre échantillon porte sur des sociétés cotées ayant été visées par des actionnaires minoritaires de 1989 à 1997. L'année 1998 et les années ultérieures n'ont pas été prises en considération car, lorsque l'analyse a été effectuée, nous ne disposions pas de la mise à jour de la SBF.

Sur les 55 sociétés cotées composant notre échantillon, seules 30 ont fait l'objet d'une étude d'événement puisque les 25 autres ont été sujettes à une radiation ou à une absorption avant ou au cours de la période d'activisme.

La date prise en compte à l'étude d'événement est celle de l'annonce publique de l'activisme dans la presse financière *Les Echos* ou *La Tribune-Desfossés*. Elle sera identifiée comme le « jour 0 », c'est-à-dire le jour de la date d'événement.

Cette date qui annonce pour la première fois l'existence d'un conflit avec des actionnaires minoritaires « activistes » doit faire l'objet d'une attention particulière dans la mesure où le motif de contestation est relatif, soit à une opération de restructuration dont les modalités ont été annoncées quelques jours voire quelques semaines auparavant, soit à une résolution proposée lors de l'assemblée générale. Dans ce cas, l'annonce d'une « bataille de procuration » est connue avant la tenue de l'assemblée générale ou à l'annonce des résultats de celle-ci dans la presse financière.

Les données boursières ont été extraites de la base AFFI-SBF. Pour chaque société de l'échantillon, nous avons collecté les cours de clôture quotidiens sur la période de 1989 à 1997 corrigés des dividendes et des opérations en capital. Nous avons appliqué la méthode de calcul suivante :

$$R_{it} = \ln \left(\frac{C_t + D_t}{C_{t-1}} \right)$$

R_{it} est la rentabilité du titre i à la date t ;

C_t est le cours du titre en t ;
 C_{t-1} est le cours du titre en $t-1$;
 D_t est le dividende net du titre en t .

Dans le cas de données manquantes trop importantes (I. Hachette, 1994, p. 110), nous avons appliqué la méthode de répartition uniforme qui minimise l'écart entre les séries théoriques et lissées :

$$\hat{C}_{t+j} = C_t + \frac{C_{t+k} - C_t}{k+1} j$$

C_t est le logarithme du dernier cours disponible avant C_{t+j} ;
 C_{t+j} est le logarithme du dernier cours manquant ;
 C_{t+k} est le logarithme du premier cours disponible après \hat{C}_{t+j} avec $j = 1, \dots, k-1$.

Pour évaluer l'impact de l'annonce d'un processus d'activisme sur les cours boursiers, nous utilisons la méthodologie classique des études d'événement.

2. La méthodologie

L'impact lié à l'annonce de l'existence d'une coalition minoritaire dissidente est mesuré par l'existence d'une rentabilité anormale à la date d'annonce. Les étapes du calcul sont les suivantes :

- Première étape : le calcul de la rentabilité anormale

La rentabilité anormale RA_{it} d'un titre définie comme l'excès de rentabilité par rapport à une rentabilité théorique se calcule de la manière suivante :

$$RA_{it} = \varepsilon_{it} = R_{it} - E[R_{it}]$$

RA_{it} est la rentabilité anormale du titre i à la date t ;
 R_{it} est la rentabilité du titre i à la date t ;
 $E[R_{it}]$ est la rentabilité théorique du titre i à la date t .

Les rentabilités anormales ont été calculées en supposant que les rentabilités théoriques des titres sont égales à celle du modèle du marché, avec pour indice de marché l'indice SBF 250 :

$$R_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

$$\hat{\alpha}_i = \bar{R}_{it} - \hat{\beta}_i \bar{R}_{mt} ;$$

$$\hat{\beta}_i = \frac{\text{cov}(R_{it}, R_{mt})}{\sigma^2(R_{mt})}, \text{ avec } \text{cov}(R_{it}, R_{mt}) \text{ la covariance entre la rentabilité du titre } i \text{ et l'indice}$$

de marché, $\sigma^2(R_{mt})$ la variance de l'indice de marché. $\hat{\beta}_i$ représente le coefficient de volatilité ou le coefficient bêta du titre i ;

R_{mt} est la rentabilité du marché mesurée par l'indice général en t ;

ε_{it} est le terme d'erreur. Les résidus sont normalement distribués, indépendants d'une période sur l'autre et d'espérance nulle : $E(\varepsilon_{it}) = 0$, et $\text{cov}(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{jt}) = \text{cov}(\varepsilon_{it}, R_{mt}) = 0$.

Les coefficients $\hat{\alpha}_i$ et $\hat{\beta}_i$ ont été estimés sur une période de 200 jours précédant la période d'évènement, soit sur la période d'estimation (-240 ; -40).

- Deuxième étape : le calcul des rentabilités anormales moyennes et cumulées pour chaque jour de la fenêtre d'évènement.

Les rentabilités anormales ont été calculées sur la période d'évènement (- 40 ; + 20). Elles ont été ensuite agrégées afin de calculer les rentabilités anormales moyennes correspondant à chaque jour de la période d'évènement :

$$RAM_t = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} RA_{it} \text{ avec } N_t \text{ la taille de l'échantillon.}$$

Nous avons également calculé la rentabilité anormale cumulée ($RAMC_t$) sur diverses périodes autour de la date d'annonce. En effet, il est possible que l'impact ne soit pas concentré sur une seule séance mais réparti sur plusieurs jours. Le calcul est alors le suivant :

$$RAMC_t = \sum_{t=-40}^{+20} RAM_t$$

- Troisième étape : la définition du test.

L'hypothèse nulle est l'absence d'impact à la date d'annonce, soit :

$$H_0 : RAM_t = 0$$

$$H_1 : RAM_t \neq 0$$

Le test est basé sur une standardisation des RA_{it} afin de tenir compte de l'hétéroscédasticité des variances entre les titres (J. Hamon et B. Jacquillat, 1992, p. 339) :

$$\text{Où : } RAMS_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N RAS_{it}$$

$$RAS_{it} = \frac{RAS_{it}}{S_{it}}$$

$$S_{it} = \sqrt{V_i \left[1 + \frac{1}{ED} + \frac{R_{mt} + \bar{R}_m}{\sum_{i=1}^{ED} (R_{mt} - \bar{R}_m)} \right]}$$

V_i : variance des rentabilités anormales du titre i ;

ED : nombre de jours de la période d'estimation ;

R_{mt} : rentabilité de l'indice de marché à la date t ;

R_{m} : rentabilité de l'indice de marché sur la période d'estimation ;

\bar{R}_m : moyenne de la rentabilité du marché sur la période d'estimation.

La statistique Z est une statistique de student à $n-1$ degrés de liberté calculée de la manière suivante :

$$Z_t = RAMS_a / \sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N \left(RAS_{ia} - \frac{\sum_{i=1}^N RAS_{ia}}{N} \right)^2}$$

Dans la mesure où N est égale à 30, la loi de student tend vers une loi normale centrée réduite. L'hypothèse H_0 sera rejetée si $|Z_t| > |Z_c|$, Z_c étant la valeur seuil issue de la loi normale et permettant de rejeter H_0 si un risque de première espèce α ($|Z_c| = 1,96$ pour $\alpha = 5\%$ et $|Z_c| = 2,58$ pour $\alpha = 1\%$).

Section 2. LES RESULTATS

Comme nous l'avons analysé au cours du premier chapitre de cette partie⁹⁹, les différences des résultats empiriques des études américaines relatives à l'impact de l'activisme des actionnaires minoritaires sur leur richesse sont liées à plusieurs facteurs. En effet, les variations de richesse seraient fonction des capacités d'anticipation des actionnaires sur l'issue de l'activisme et de leurs opportunités de sortie offertes après la résolution du conflit.

De nombreuses études empiriques (H. DeAngelo et L. DeAngelo, 1989 ; L. Borstadt et T. Zvirlein, 1992 ; J. H. Muhlerin et A. B. Poulsen, 1998) ont montré que les réactions du marché financier sont différentes en fonction des opportunités de réalisation de primes à l'issue des offres publiques qui surviennent pendant ou après « la bataille de procuration ». Afin de tenir compte de ces anticipations, nous avons procédé à l'examen d'un éventuel lien de causalité entre la réaction du marché financier et le motif de contestation annoncé le jour même de l'activisme des actionnaires minoritaires. Ayant également déterminé dans le chapitre précédent un lien significatif entre le degré d'influence des actionnaires minoritaires et le succès de l'activisme, nous avons vérifié aussi s'il était possible que le marché financier anticipe ce succès en fonction de la forme de l'activisme¹⁰⁰.

Nous présenterons tout d'abord nos résultats avec l'évolution des rentabilités anormales pour l'échantillon de base (1.) puis, nous analyserons l'influence du motif de contestation et de la forme de l'activisme sur la réaction du marché financier (2.).

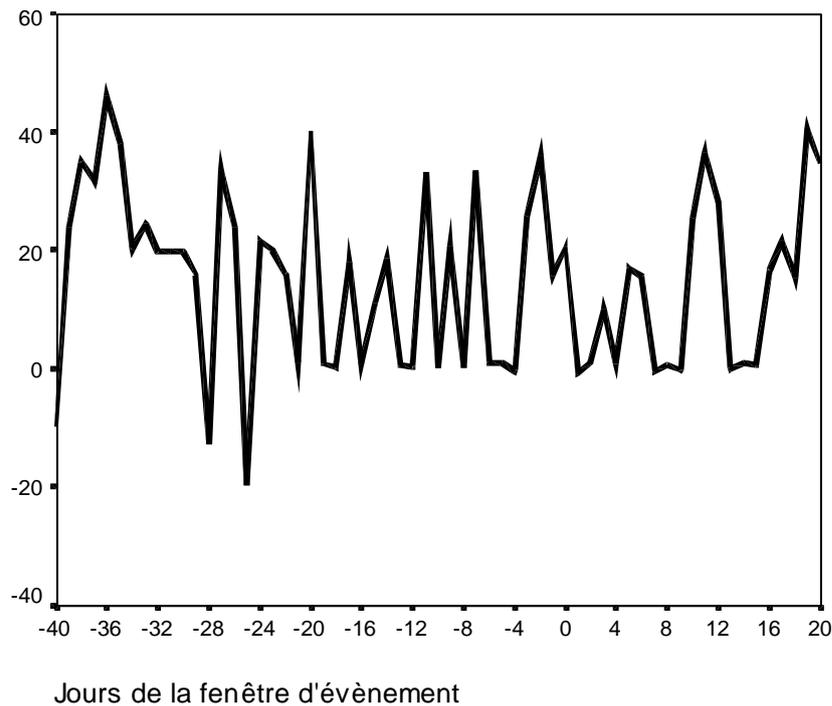
⁹⁹ Cf. § 1 de la section 2.

¹⁰⁰ La forme de leur représentation individuelle ou collective des actionnaires minoritaires est connue le jour de l'annonce publique de la mise en place du processus d'activisme. Les activités d'influence et la composition de la coalition dissidente sont révélées au public au fur et à mesure des annonces dans la presse et des différentes étapes composant le processus d'activisme (cf. chapitre 2, partie 2). Par conséquent, nous avons retenu trois formes d'activisme : l'activisme institutionnel, l'activisme associatif et les autres formes d'activisme.

1. Les résultats de l'étude d'évènement

La courbe du graphique ci-dessous illustre l'évolution des rentabilités anormales moyennes des sociétés visées, le tableau III.17 donnant les valeurs des RAM journalières et cumulées ainsi que la statistique Z sur la période d'évènement (- 40 ; + 20).

Figure 6 : L'évolution des rentabilités anormales moyennes des sociétés visées



Les RAM journalières témoignent de fortes rentabilités positives pour les jours précédents la date d'annonce du processus d'activisme. 36 jours avant cette date, la rentabilité anormale moyenne est de 46,05 %. Cette valeur élevée est significative au seuil de 1 %. D'autres rentabilités anormales moyennes élevées, significatives au seuil de 10 %, ont été mesurées ($RAM(j-38) = 34,88\%$; $RAM(j-35) = 37,96\%$). Elles se situent 40 à 30 jours avant la date d'annonce de l'activisme, mais aussi 21 jours avant ($RAM(j-21) = 40,07\%$) et 12 jours ($RAM(j-12) = 33,15\%$).

Autour de la date d'annonce de l'activisme, les rentabilités anormales moyennes ne sont pas significatives. Le jour suivant la date d'annonce de l'activisme, une rentabilité anormale moyenne ($RAM(j-1) = -0,73\%$) légèrement négative a été mesurée. Ce résultat

non significatif laisse supposer qu'une grande majorité des actionnaires a anticipé la mise en place d'un processus d'activisme.

Il est intéressant de noter que les rentabilités anormales moyennes cumulées entre la date d'annonce et dix jours après sont égales à 0,9790 et sont peu élevées par rapport aux autres fenêtres d'événement.

Tableau III.17 : Les rentabilités anormales moyennes et cumulées des sociétés visées

Evènement	RAM	Stat Z	T de student	RAMC
- 40	- 0,1000	-0,703	0,488	- 0,1000
- 39	0,2397	1,311	0,200	0,1397
- 38	0,3488 *	1,998	0,055	0,4885
- 37	0,3169	1,675	0,105	0,8045
- 36	0,4605 ***	3,012	0,005	1,2658
- 35	0,3796 *	1,798	0,083	1,6454
- 34	0,2020	0,915	0,368	1,8474
- 33	0,2421	1,254	0,220	2,0896
- 32	0,1964	0,994	0,329	2,2860*
- 31	0,1966	0,908	0,371	2,4826
- 30	0,1582	0,762	0,452	2,6408**
- 29	-0,1282	-0,595	0,556	2,5126
- 28	0,3340	1,496	0,145	2,8466
- 27	0,2394	0,913	0,369	3,0861
- 26	-0,1993	-0,668	0,510	2,8867
- 25	0,2167	1,093	0,283	3,1034
- 24	0,1988	1,196	0,241	3,3021
- 23	0,1595	0,968	0,341	3,4617
- 22	0,0095	0,548	0,588	3,5572
- 21	0,4007 *	2,030	0,052	3,9578 *
- 20	0,0075	0,360	0,722	4,0325*
- 19	0,0009	0,063	0,950	4,0418*
- 18	0,1801	0,857	0,398	4,2219*
- 17	0,0079	0,363	0,719	4,3011*
- 16	0,1100	0,327	0,746	4,4110*
- 15	0,1846	1,000	0,326	4,5957*
- 14	0,0043	0,136	0,893	4,6385*
- 13	0,0028	0,088	0,931	4,6663*
- 12	0,3315 *	2,033	0,051	4,9978 *
- 11	0,0016	0,087	0,931	5,0143*
- 10	0,2065	0,803	0,429	5,2208*
- 9	-0,0001	-0,002	0,998	5,2203*
- 8	0,3336	1,638	0,112	5,5539*
- 7	0,0096	0,300	0,766	5,6503*
- 6	0,0092	0,475	0,638	5,7425*
- 5	0,0091	0,487	0,630	5,8336*
- 4	-0,0035	-0,164	0,871	5,7984*
- 3	0,2572	1,094	0,283	6,0556
- 2	0,3590	1,401	0,172	6,4146
- 1	0,1583	0,764	0,451	6,5729
0	0,2043	1,026	0,313	6,7772
1	-0,0073	-0,322	0,750	6,7045
2	0,0092	0,369	0,715	6,8027
3	0,1002	0,465	0,645	6,9029
4	0,0092	0,369	0,715	6,9947
5	0,1705	0,837	0,409	7,1652
6	0,1541	0,747	0,461	7,3193
7	-0,0057	-0,187	0,853	7,2623
8	0,0061	0,197	0,845	7,3284
9	-0,0031	-0,136	0,893	7,2976
10	0,2543	0,920	0,365	7,5519
11	0,3649	1,513	0,141	7,9168
12	0,2815	1,335	0,192	8,1983
13	-0,0006	-0,028	0,978	8,1923
14	0,0088	0,445	0,660	8,2804
15	0,0051	0,176	0,862	8,3310
16	0,1662	0,810	0,425	8,4972
17	0,2153	1,081	0,289	8,7125
18	0,1531	0,750	0,459	8,8656
19	0,4045	1,188	0,244	9,2702
20	0,3471	1,424	0,165	9,6173

* significatif au seuil de 10 % ; ** significatif au seuil de 5 % ; *** significatif au seuil de 1%.

Les résultats obtenus corroborent l'hypothèse 21c relative à l'absence de réaction significative du marché financier le jour même de l'annonce publique de l'activisme des actionnaires minoritaires.

Il n'existe aucune réaction significative du marché financier à l'annonce d'un processus d'activisme par des actionnaires minoritaires.

Plusieurs interprétations sont possibles. Premièrement, la date formelle de la mise en place du processus d'activisme n'est pas la date choisie (P. Dodd et J. Warner, 1983). Les actionnaires ont pu anticiper quelques jours auparavant l'éventualité d'un activisme suite à la publication des comptes courants de la société, des avis d'experts, de la date de tenue des assemblées générales, des modalités des offres publiques. En effet, les comptes annuels sociaux et consolidés sont déposés au greffe du tribunal de commerce un mois avant la tenue de l'assemblée générale ordinaire annuelle et ils sont mis à la disposition des actionnaires au siège social de la société quinze jours au moins avant la tenue de l'assemblée générale ordinaire annuelle.

En outre et comme nous l'avons présenté au cours de la partie précédente, l'activisme des actionnaires minoritaires débute par un processus de négociation se traduisant par la mise en œuvre d'un ensemble d'activités informelles (appels téléphoniques notamment) qui ne sont pas dévoilées au public mais, anticipées par le marché financier puisque quelques actionnaires choisis par les deux coalitions actives sont contactés.

Une autre interprétation peut suggérer que la coalition de contrôle a pu anticiper la mise en place de l'activisme et mettre en œuvre un processus d'ajustement. K. Van Nuys (1993) suppose que la coalition de contrôle anticipe également les résultats des votes des actionnaires ainsi que la publicité négative que peuvent avoir certaines résolutions sur l'image de l'entreprise et sur la réputation des dirigeants et des administrateurs. Ainsi, soucieuse de son image médiatique, la coalition majoritaire sera incitée à exercer sa fonction de contrôle et à améliorer ses relations avec les actionnaires minoritaires. Comme le démontre J. A. Grundfest (1993, p. 927-928), les campagnes médiatiques de votes contre les résolutions proposées par la coalition de contrôle augmentent les coûts de réputation des administrateurs externes les incitant de ce fait à exercer leur fonction de contrôle en révoquant, soit les dirigeants, soit en modifiant la composition du conseil d'administration. Ces coûts, issus de la médiatisation du conflit, peuvent également pousser la coalition de

contrôle à améliorer sa politique de communication à l'égard des médias et de son actionnariat.

Enfin, est-il envisageable qu'il y ait un lien entre les rentabilités anormales moyennes cumulées positives et l'existence d'une offre publique ?

Notre prochain développement devrait nous apporter des éléments de réponse.

2. L'influence du motif de contestation et de la forme de l'activisme sur la réaction du marché financier

Nous souhaitons déterminer des relations linéaires entre des variables de contrôle et les résultats de l'étude d'événement. Ceux-ci peuvent résulter du choix de la date d'événement mais aussi de la constitution de notre échantillon qui réunit plusieurs sources de conflits, comme les modalités des opérations de restructuration et les résolutions contestées en assemblées générales, et plusieurs formes d'activisme (activisme associatif, institutionnel, individuel ou collectif).

Tableau III.18 : Une analyse descriptive des RAMC en fonction du motif et de la forme de l'activisme

	RAMC	Z	t de student
Opération de restructuration (N = 20)			
Fenêtre [- 40 ; - 30]	- 0,1198	3,283	***0,003
Fenêtre [- 1 ; + 1]	- 0,1009	1,927	*0,064
Fenêtre [0 ; + 10]	- 1,6851	1,913	*0,066
Fenêtre [- 40 ; - 30]			
Activisme institutionnel (N = 7)	4,7807	0,812	0,437
Activisme associatif (N = 10)	- 0,2625	- 1,898	*0,068
Autres formes d'activisme (N = 13)	3,7219	0,496	0,625
Fenêtre [- 1 ; + 1]			
Activisme institutionnel (N = 7)	0,9138	0,707	0,5
Activisme associatif (N = 10)	0,2189	- 0,258	0,8
Autres formes d'activisme (N = 13)	0,1763	- 0,912	0,37
Fenêtre [0 ; + 10]			
Activisme institutionnel (N = 7)	4,0593	0,842	0,419
Activisme associatif (N = 10)	- 1,5394	- 0,753	0,465
Autres formes d'activisme (N = 13)	1,2576	26, 372	0,984

* significatif au seuil de 10 % ; ** significatif au seuil de 5 % ; *** significatif au seuil de 1%.

Les résultats obtenus dans le cas des entreprises ciblées par une offre publique confirment que le marché financier réagit négativement et de manière significative (au

seuil de 1 %) 40 à 30 jours avant la mise en place d'un processus d'activisme. Cette réaction du marché financier reste significative (au seuil de 10 %) jusqu'à la date d'annonce de l'activisme des actionnaires minoritaires. On constate également que dans les entreprises visées par des associations d'actionnaires, la rentabilité moyenne cumulée est fortement négative, mais peu significative, et égale à $-0,2625$ sur la période d'observation (- 40 ; - 30).

Nous cherchons, par conséquent, à tester les relations linéaires suivantes :

$$\text{Modèle 4 : RAMC (- 40 ; - 30) = a + b. (FACTIV) + c. (CIBLE) + \varepsilon_1}$$

$$\text{Modèle 5 : RAMC (- 40 ; 0) = d + e. (FACTIV) + f. (CIBLE) + \varepsilon_2}$$

- RAMC (- 40 ; - 30) mesure la rentabilité cumulée anormale moyenne sur la fenêtre d'événement – 40 jours à – 30 jours ;
 - RAMC (- 40 ; 0) mesure la rentabilité cumulée anormale moyenne sur la fenêtre d'événement – 40 jours à la date d'annonce du processus d'activisme (« jour 0 ») ;
 - a et d sont les constantes ;
 - FACTIV mesure la forme de l'activisme. Elle prend les valeurs :
 - 1 : s'il s'agit d'un activisme institutionnel ;
 - 2 : s'il s'agit d'un activisme associatif ;
 - 3 : si la forme de l'activisme n'est ni un activisme associatif, ni un activisme institutionnel.
 - CIBLE est une variable binaire qui prend la valeur 1 si le motif de contestation porte sur les modalités des offres publiques, sinon 0 dans le cas contraire.
- L'introduction de cette variable dans notre test nous permettra de répondre à la troisième interprétation possible de l'absence de réaction significative du marché financier à l'annonce d'un processus d'activisme par des actionnaires minoritaires.
- ε_1 et ε_2 sont les termes d'erreur.

Le tableau III.19 présenté ci-dessous donne les résultats qui ont été considérés comme significatifs dans chacun des deux modèles.

Tableau III.19 : Les rentabilités anormales cumulées en fonction du motif de contestation et de la forme de l'activisme

Variables	Modèle 4 RAMC (- 40 ; - 30)		Modèle 5 RAMC (- 40 ; 0)	
	Coef. Estimé	Sig.	Coef. Estimé	Sig.
FACTIV	- 0,004	0,975	0,202	0,974
CIBLE	- 8,282	***0,003	29,629	***0,008
Constante	8,270	0,047	26,085	0,112
Taille de l'échantillon	30		30	
R ² ajusté	0,225		0,178	
Test F de Fisher	**5,198		**4,146	

* significatif au seuil de 10 % ; ** significatif au seuil de 5 % ; *** significatif au seuil de 1%.

Les deux modèles sont significatifs au seuil de 5 %. Ils présentent en outre un coefficient de détermination relativement faible, ce qui témoigne d'une qualité d'ajustement insatisfaisante.

Ces résultats soulignent qu'il existe une relation négative entre les rentabilités moyennes cumulées (RAMC (- 40 ; - 30) et RAMC (- 40 ; 0)) et les motifs de contestation relatifs aux opérations d'offres publiques dont les modalités seront perçues comme contraires aux intérêts des actionnaires.

Pour C. Neuville, les OPA « permettent certes d'instaurer une égalité entre actionnaires. Mais, tandis que le ramassage de titres faisait grimper les cours, les OPA interviennent en revanche au cours le plus bas, ce qui peut léser les minoritaires » (*La Tribune Desfossés*, 3 avril 2001). D'autant plus que ces derniers sont pénalisés dans leur appréciation de l'offre par leur ignorance mutuelle de leurs intentions (apporter leurs titres ou non), alors que celles de l'acquéreur sont connues et contribuent à exercer une pression pour vendre. Toutefois, étant donné l'absence de réaction du marché financier à l'annonce d'un processus d'activisme, on peut en déduire qu'il anticipe l'échec d'un éventuel recours par les actionnaires minoritaires. En effet, sur cinq cents offres ayant été lancées depuis la création du CMF il y a quatre ans, seulement deux des vingt huit recours en appel¹⁰¹ ont été prononcés en faveur de la minorité dissidente¹⁰² (*La Tribune Desfossés*, 3 avril 2001).

¹⁰¹ Il est cependant important de noter que toutes les actions n'ont pas été formées par des actionnaires minoritaires.

¹⁰² Afin d'atténuer cette différence, il convient de remarquer qu'onze actions se sont éteintes suite au désistement des demandeurs.

Conclusion

De l'étude d'événement menée sur 30 sociétés visées par des actionnaires minoritaires « activistes » de 1989 à 1997 ressortent plusieurs résultats intéressants.

Nous avons trouvé une réaction positive du marché financier 40 à 30 jours avant l'annonce publique d'un processus d'activisme.

D'après nos résultats, il existe une relation linéaire négative entre les rentabilités anormales moyennes cumulées et les motifs de contestation relatifs aux opérations d'offres publiques dont les modalités seront perçues comme contraires aux intérêts des actionnaires minoritaires. Ce qui montre indirectement que le marché financier réagit négativement aux offres publiques qui lèsent les intérêts des actionnaires minoritaires.

Toutefois, l'annonce publique de la mise en place d'un processus d'activisme ne s'accompagne d'aucune réaction du marché financier.

Ainsi, l'activisme des actionnaires minoritaires n'est ni perçu comme un moyen d'influer la valeur des actions ni comme un mécanisme alternatif de contrôle pouvant améliorer le processus de création et de répartition de la valeur des entreprises visées et ce quelle que soit la forme de l'activisme.

Conclusion de la partie 3

Les résultats obtenus au cours de cette partie empirique corroborent les hypothèses suivantes :

Tableau III.20 : Une synthèse des résultats empiriques de l'activisme français corroborant les hypothèses posées

Les caractéristiques des entreprises visées			Les facteurs explicatifs du succès de l'activisme			La réaction du marché financier à l'annonce de l'activisme		
Signe attendu	Signe observé	Hypothèses corroborées	Signe attendu	Signe observé	Hypothèses corroborées	Signe attendu	Signe observé	Hypothèse corroborée
			+	+	H 15a	NS	NS	H 21c
+	+	H 5	+	+	H 15b			
+	+	H 11	+	+	H 16			
			+	+	H 17			

NS : non significatif

Ces résultats confirment ceux des études américaines récentes. En effet, l'activisme des actionnaires minoritaires a longtemps été analysé comme un mécanisme de gouvernance dont l'un des objectifs est l'amélioration de la valeur actionnariale. Or, l'analyse du comportement actif des différentes coalitions d'actionnaires, et notamment de leurs activités d'influence, a remis en question d'une part la relation existant entre la stratégie d'enracinement de la coalition de contrôle et l'activisme des actionnaires minoritaires et, d'autre part, le lien direct entre cet activisme et la notion d'efficacité.

L'objectif de notre première étude empirique était d'apporter des précisions sur le processus d'arbitrage des actionnaires minoritaires « activistes ». A cet égard, les résultats obtenus montrent que la politique de communication de la coalition de contrôle facilite l'exercice par les actionnaires minoritaires d'activités d'influence. Les entreprises visées sont des entreprises « hautement visibles » (F. P. Zampa et A. E. McCormick (1990)) caractérisées par un taux d'endettement élevé (hypothèse H 5) et par l'utilisation de mesures de protection contre les prises de contrôle par la coalition de contrôle (hypothèse H 11).

Le succès de l'activisme est corrélé positivement au degré d'influence des activités mises en place par la coalition dissidente. Toutefois, le marché financier ne réagit pas à l'annonce publique de l'activisme des actionnaires minoritaires.

Le fait que la source des conflits d'intérêts porte sur les modalités d'une offre publique est important car une relation linéaire négative et significative entre les rentabilités anormales cumulées et ce motif de contestation a été mise en évidence lors de l'étude d'événement. Ces résultats laissent supposer que les investisseurs anticipent une diminution de leur richesse lorsque l'activisme porte sur les conditions d'une offre publique. Cette contestation remet en question l'évaluation de leur prime de sortie. Le marché financier peut également interpréter ce processus comme néfaste pour la poursuite de l'activité de l'entreprise. En effet, comment la nouvelle coalition de contrôle va-t-elle financer les nouvelles exigences des actionnaires minoritaires et au détriment de quelles autres parties prenantes à l'organisation ? Par ailleurs, on peut se demander si la prise en compte de ce risque d'activisme par la coalition de contrôle est à l'origine de l'apparition de nouveau moyen de paiement proposé lors des offres publiques tel que les certificats de valeur garantie¹⁰³.

Ces représentations personnelles ou collectives du processus d'activisme par l'opinion publique expliquent les résultats de nos deux dernières études empiriques sur l'échec de l'activisme et l'absence de réaction boursière le jour de l'annonce de l'activisme. Les résultats de l'étude d'événement laissent supposer qu'il existe une faible « visibilité publique de la cause » des actionnaires « activistes » (T. A. Thompson et G. F. Davis, 1997, p. 155). Cette idée crée une nouvelle interrogation quant à la capacité de la coalition de contrôle à anticiper cet activisme en mettant en place un nouveau processus d'ajustement.

Le processus d'ajustement susmentionné peut être composé d'activités de négociations (distribution de dividendes, mise en place de comités, meilleure représentation des actionnaires minoritaires au conseil d'administration,...) ou d'activités informationnelles (mise en place d'une nouvelle politique de communication) à destination de la presse financière afin de limiter l'impact sur les cours boursiers de l'annonce de l'activisme et de son succès. Dès lors, une fois accepté par l'opinion publique et soutenu par les autorités de régulation, il peut modifier l'architecture organisationnelle des entreprises.

¹⁰³ Le Certificat de Valeur Garantie (CVG) est un instrument financier attribué gratuitement aux actionnaires lors d'une OPA (pour les inciter à céder leurs titres). A la différence d'un bon de souscription, le CVG ne permet pas de souscrire des actions nouvelles de la société émettrice, mais de recevoir à l'échéance une somme égale à la différence, si elle est positive, entre le prix de l'OPA et un cours de référence.

Conclusion générale

Inspirée par le contexte très médiatisé des conflits d'intérêts outre-atlantique opposant la coalition de contrôle à une coalition d'actionnaires minoritaires, nous avons souhaité connaître et analyser l'activisme des actionnaires minoritaires au sein du gouvernement des entreprises françaises.

La présence de plus en plus forte d'investisseurs institutionnels étrangers en France, les nouvelles exigences des investisseurs institutionnels nationaux et la « judiciarisation » systématique des contestations par les actionnaires minoritaires ont conduit au développement de l'activisme actionnarial des minoritaires.

A la lumière des stratégies de neutralisation mises en œuvre par la coalition de contrôle formée de l'équipe de direction et des membres affiliés, actionnaires ou non, et les stratégies de la coalition minoritaire dissidente, nous avons cherché à caractériser les entreprises visées par les actionnaires minoritaires afin de déterminer les facteurs explicatifs du succès de l'activisme de ces actionnaires avant de mesurer les effets de cet activisme sur le gouvernement des entreprises et plus particulièrement sur la valeur actionnariale.

Les outils de réflexion issus de la théorie de la gouvernance nous ont apporté les premiers éléments de réponse, mais, c'est l'étude approfondie des jeux dynamiques entre les différentes parties prenantes à l'organisation qui est à l'origine de résultats qui diffèrent en de nombreux points de ceux obtenus dans les études *anglo-saxonnes*.

Au travers les nombreuses évolutions juridiques et les différentes recommandations (rapports Viénot, recommandations de l'AFG-ASFFI) ayant favorisé l'apparition d'un début de « démocratie actionnariale » caractérisée par l'augmentation des « batailles de procuration » et, parallèlement, par la diminution du taux moyen d'approbation des résolutions proposées en assemblée générale, l'approche descriptive de l'activisme des actionnaires minoritaires nous a permis de déterminer un modèle français de l'activisme des actionnaires minoritaires.

Conformément au modèle américain, l'activisme peut être défini comme un processus long et complexe formé par un ensemble d'activités d'influence combinant les ressources, les capacités et les compétences d'un ensemble d'actionnaires minoritaires plus ou moins actifs. Mais, contrairement à ce modèle, et tenant compte du cadre institutionnel français, nous avons pu constater que l'activisme des actionnaires minoritaires se traduit essentiellement par un ensemble d'activités judiciaires accompagnées ou non de « batailles de procuration » ponctuelles.

Ces activités sont issues de la protection juridique des actionnaires minoritaires prévoyant l'exercice d'un droit d'action et favorisées par l'existence de « vides juridiques » élargissant la marge de manœuvre des actionnaires minoritaires « activistes ». De ces activités se dégagent deux stratégies principales : une stratégie de retrait et une stratégie d'influence. La première a pour objectif d'exercer une pression temporaire sur la société afin de valoriser une éventuelle sortie, quant à la seconde, elle a pour fonction de solliciter le vote des autres actionnaires minoritaires ou d'exercer une pression sur les autorités boursières et sur la coalition de contrôle afin d'influer sur la valeur de leurs titres, voire de tenter de conquérir le contrôle de la société.

Considérant que la firme est située au centre d'un ensemble de coalitions plus ou moins stables (F. H. Easterbrook et D. R. Fischel, 1983, p. 406) composées de personnes ayant des compétences spécifiques et des capacités à devenir actives, nous avons recherché les caractéristiques des entreprises sujettes à un activisme, les facteurs explicatifs de son succès et ses effets sur la richesse des actionnaires. Cette approche basée sur le postulat selon lequel le dirigeant de l'entreprise souhaite préserver son capital humain sur le long terme, nous a amené à identifier les stratégies de neutralisation des mécanismes internes et

externes du gouvernement des entreprises par la coalition de contrôle. Dès lors, nous avons pu énoncer une première proposition :

Afin de protéger son capital managérial, le dirigeant de l'entreprise, capable d'anticipations rationnelles, forme avec les autres parties prenantes de l'organisation, actionnaires ou non, une coalition de contrôle qui lui permet de maîtriser les différentes étapes décisionnelles. Cette coalition de contrôle met en œuvre des stratégies de neutralisation des mécanismes externes et internes de gouvernement des entreprises.

La probabilité d'occurrence de l'activisme des actionnaires minoritaires est alors une fonction croissante de ces stratégies qui en paralysant les mécanismes de prise de parole et de retrait des actionnaires minoritaires augmentent leurs coûts d'opportunités.

De l'analyse des ressources, des compétences et des capacités des actionnaires minoritaires à devenir « activistes », nous avons pu énoncer une seconde proposition :

En fonction de leurs anticipations supposées rationnelles sur la valeur future des cash-flows, de leurs capacités d'expertise et d'influence ainsi que de leurs compétences, les actionnaires minoritaires « activistes » mèneront un ensemble d'activités d'influence dans le but de résoudre le problème du « passager clandestin » et d'exercer une pression formelle (activités judiciaires, activités de sollicitation de vote, ...) et informelle (activités de lobbying, activités de négociation,...) sur la coalition de contrôle et les autorités boursières et judiciaires.

La probabilité du succès de l'activisme des actionnaires minoritaires est alors une fonction croissante de l'intensité des activités d'influence et de la composition de la coalition dissidente.

L'analyse du comportement actif de ces deux coalitions nous a amenée à nous interroger sur les effets de l'activisme des actionnaires minoritaires dans le processus de création et de répartition de la valeur.

De cette approche hypothético-déductive nous avons retenu une démarche globale de l'activisme des actionnaires minoritaires permettant la comparaison d'études empiriques qui se sont focalisées sur une forme unique d'activisme allant de la « bataille de procuration », de l'action judiciaire, à l'activisme institutionnel, associatif ou social.

Notre premier test sur les hypothèses théoriques émises a débuté par la détermination des caractéristiques des entreprises cotées visées par des actionnaires minoritaires.

Grâce à l'analyse univariée, qui compare un échantillon de sociétés cotées sujettes à un activisme de la part de ses actionnaires minoritaires de 1989 à 1999 à un échantillon d'entreprises cotées non visées par une minorité dissidente, nous avons élaboré un profil type des sociétés visées en France.

Il est notamment intéressant de constater que les sociétés visées se différencient essentiellement des sociétés de l'échantillon de contrôle par des variables relatives à la qualité de l'information, à l'utilisation de mesures de protection contre les prises de contrôle et à la structure financière. Aucune des variables relatives au conseil d'administration et à l'indépendance du commissaire aux comptes ne sont apparues significativement discriminantes dans cette première analyse. Les entreprises cibles sont des entreprises à cotation multiple qui se caractérisent par un niveau d'endettement élevé et par l'utilisation unique ou combinée de mesures de protection contre les prises de contrôle.

Sur la base d'une régression logistique, l'analyse multivariée nous apprend que la probabilité d'occurrence de l'activisme des actionnaires minoritaires est fonction de la cotation multiple des entreprises et de l'absence de stratégie de neutralisation des mécanismes internes du gouvernement des entreprises mais, elle est aussi fonction de la présence d'une stratégie de neutralisation des mécanismes externes de contrôle qui se traduit par l'utilisation de mesures de protection contre les prises de contrôle.

Les résultats de cette première étude empirique apportent des précisions sur les motivations des actionnaires minoritaires à devenir « activistes ». Leur évaluation de la latitude discrétionnaire de la coalition de contrôle dépend de deux mesures : le taux d'endettement et l'utilisation de mesures anti-OPA.

La première variable fait craindre aux actionnaires un risque élevé de faillite de l'entreprise alors que la seconde traduit une diminution future des opportunités de réalisation de plus-values, mais aussi, une diminution de leur capacité d'influence dans le cas où la coalition de contrôle choisit d'adopter des clauses limitant leurs droits de vote. Nos résultats montrent que les actionnaires minoritaires deviennent « activistes » afin d'influer sur la valeur de leurs titres suite à la paralysie de leurs deux modes de résolution

de conflits d'intérêts avec la coalition de contrôle, celui de la « prise de parole » et celui du retrait. Leurs objectifs sont alors de diminuer leurs coûts d'opportunités en évitant que la coalition de contrôle leur fasse supporter la part majeure de la destruction de la valeur et en évitant que celle-ci neutralise leurs stratégies d'influence et de retrait.

Cette évaluation des conséquences de la stratégie de la coalition de contrôle sur l'exercice de leurs droits de vote et de retrait est fonction de leurs facilités à accéder à l'information financière ; information nécessaire à la poursuite de leur activisme.

On constate des similitudes avec les résultats des études empiriques américaines. En effet, F. P. Zampa et A. E. McCormick (1991) remarquent que les entreprises visées sont hautement visibles car elles ont une stratégie informationnelle privée et publique. Dès lors, l'incertitude sur les stratégies et les investissements de la coalition de contrôle est faible facilitant ainsi la compréhension des actionnaires minoritaires et l'évaluation de leur portefeuille d'actions.

Le taux d'endettement comme l'utilisation de mesures de défenses actives contre les offres publiques sont également des variables explicatives de l'activisme de certaines catégories d'actionnaires (D. Strickland et *al.*, 1996 ; M. P. Smith, 1996 ; J. M. Karpoff et *al.*, 1996).

Toutefois, notons que si le pourcentage de capital détenu par la coalition de contrôle est globalement faible dans les entreprises françaises visées, la structure de l'actionnariat ne joue pas un rôle primordial. Dans le modèle français, la participation des actionnaires institutionnels ne constitue pas une variable explicative significative dans la mesure où les contraintes juridiques (actions bloquées avant la tenue de l'assemblée générale, non reconnaissance de la chaîne des mandats) pesant sur les actionnaires institutionnels étrangers ne les incitent pas à voter aux assemblées.

Notre deuxième étude empirique porte sur les variables explicatives du succès de l'activisme des actionnaires minoritaires au sein des sociétés cotées et non cotées de 1989 à 2000.

La mesure de nos variables explicatives nous a amenée à effectuer une analyse en composantes principales.

Cinq facteurs ont été identifiés, ils mesurent respectivement le degré d'influence des activités mises en œuvre par la coalition dissidente (activités judiciaires et actions

« associationnelles »), la présence d'un actionnaire institutionnel au sein de la coalition dissidente, la divulgation aux autres actionnaires du motif de contestation (modalités des offres publiques, clauses « *managériales* »,...) et de la performance comptable de l'entreprise (mesurée l'année précédant l'activisme) et, enfin, le degré de contrôle de la coalition dissidente, fonction du pourcentage de droits de vote collectés.

La régression logistique sur ces cinq axes factoriels nous apprend que seul le premier axe explique de manière significative la probabilité de succès de l'activisme des actionnaires minoritaires.

On peut déduire de cette étude que contrairement aux études américaines où la forte participation des actionnaires institutionnels dans le processus d'activisme explique son succès (S. L. Gillan et L. T. Starks, 2000, p. 295), le rôle de l'actionnaire « pivot » est joué par les associations d'investisseurs en France. Suite à la neutralisation des mécanismes de retrait et de « prise de parole » par la coalition de contrôle, seul l'exercice du droit d'action reconnu à la minorité, en tant qu'« outil de communication », détermine alors la marge de manœuvre des actionnaires minoritaires et favorise leurs chances de succès.

Si, comme le soutient D. Schmidt, avocat spécialisé, « le petit porteur est un mouton quand tout va bien. Il rugit quand tout va mal, mais il est trop petit pour mordre » (*La Tribune*, 28 avril 2001), une action judiciaire collective sous forme « associationnelle » augmentera alors la probabilité de succès de l'activisme des actionnaires minoritaires.

Dès lors, on peut s'interroger sur la perception par le marché financier de l'exercice de cette action de contre-pouvoir par une minorité dissidente ?

Notre troisième étude empirique, relative à l'étude d'événement menée sur des sociétés visées par des actionnaires minoritaires « activistes » de 1989 à 1997, nous a permise de déterminer l'impact sur les cours boursiers de l'annonce d'un processus d'activisme.

Ainsi, nous avons calculé une réaction positive du marché financier 40 à 30 jours avant l'annonce publique d'un tel processus. Le résultat obtenu est conforme à celui de plusieurs études empiriques américaines (P. Dodd et J. Warner, 1983 ; L. DeAngelo, 1988 ; D. W. Collins et L. DeAngelo, 1990). Il existe effectivement une réaction positive du marché financier avant l'annonce d'un processus d'activisme qui laisse supposer que les

investisseurs anticipent soit la révocation du dirigeant jugé sous-performant, soit la négociation d'aménagements organisationnels visant l'amélioration de l'efficacité du système de gouvernement des entreprises concernées (nomination d'administrateurs indépendants, séparation des fonctions de Président et de Directeur Général, mise en place de comités d'actionnaires, ...).

Par ailleurs, nous avons déterminé une relation négative entre les rentabilités moyennes cumulées et les motifs de contestation relatifs aux opérations d'offres publiques dont les modalités seront perçues comme contraires aux intérêts des actionnaires minoritaires. Ce constat révèle que le marché financier réagit hostilement à l'annonce d'offres publiques lésant les intérêts des actionnaires minoritaires.

A contrario, l'annonce de la mise en place d'un processus d'activisme ne s'accompagne d'aucune réaction du marché financier.

Ainsi, l'absence de réaction boursière le jour de l'annonce de la mise en place d'un processus d'activisme témoigne d'une faible « visibilité publique de la cause » des actionnaires minoritaires « activistes » (T. A. Thompson et G. H. Davis, 1997, p. 155). Il n'est donc pas perçu comme un mécanisme alternatif de contrôle pouvant influencer sur la valeur des titres et modifier la stratégie de neutralisation de la coalition de contrôle.

Toutefois, on peut se demander si cette absence de réaction boursière est liée aux capacités d'anticipations rationnelles et d'adaptations de la coalition de contrôle qui a eu le temps de mettre en place un processus d'ajustement.

Ce processus d'ajustement peut en effet se composer d'activités de négociations (distribution de dividendes, mise en place de comités, nomination d'administrateurs indépendants, ...) ou d'activités informationnelles (mise en place de services actionnaires-clients ou multiplication de communiqués de presse) afin de limiter l'impact sur les cours boursiers de l'annonce de l'activisme des actionnaires minoritaires. Dès lors, accepté par l'opinion publique et soutenu par les autorités de régulation, il modifie l'architecture organisationnelle des entreprises.

Les résultats de nos études empiriques confirment que l'activisme des actionnaires minoritaires est un processus long et complexe au sein duquel les représentations personnelles et subjectives de l'activisme des actionnaires minoritaires par les décideurs pour fonder leurs choix jouent un rôle important.

Cette remarque peut offrir de nouvelles perspectives de recherche.

En outre, constitué à partir de la presse financière, notre échantillon réunit tous les cas de conflits d'intérêts avec des actionnaires minoritaires ayant eu lieu dans des sociétés de type familial, de contrôle ou *managérial*. Les motifs de contestation sont très divers et portent aussi bien sur les modalités des offres publiques que sur les résolutions proposées aux assemblées générales. Notre période d'échantillonnage s'étend sur une période de dix ans au cours de laquelle de nombreuses évolutions juridiques ont amélioré la protection des actionnaires minoritaires et, par voie de conséquence, ont diminué leur marge de manœuvre en comblant les « vides juridiques ».

Il nous semble alors nécessaire d'effectuer une analyse plus approfondie de chaque forme d'activisme en identifiant, après leurs motivations propres, leurs stratégies spécifiques afin d'améliorer l'analyse de leurs effets sur le processus de création et de répartition de la valeur des entreprises visées. En effet, un des résultats de notre étude d'événement est la relation linéaire positive (mais faiblement significative) qui existe entre les sociétés qui sont visées par des associations d'investisseurs et la réaction négative du marché financier dix jours avant l'annonce publique de cet activisme. Peut-on alors en déduire que la cause de ces associations est négativement perçue par les investisseurs ?

A cette fin, il serait souhaitable de mesurer l'impact des annonces publiques et officielles des nouvelles Lois relatives à l'amélioration de la protection juridique des actionnaires minoritaires sur les cours boursiers mais aussi sur le processus décisionnel de la coalition de contrôle. On peut en effet se demander quelles ont été les réactions du marché financier à l'annonce de la Loi du 8 août 1994 relative aux associations d'actionnaires dont l'objectif était de renforcer le système de représentation collective des actionnaires minoritaires, sachant que depuis, aucune association d'actionnaires n'a été créée. De même, est-ce que la Loi du 15 mai 2001 relative aux Nouvelles Régulations Economiques va effectivement encourager les revendications des actionnaires minoritaires ?

Enfin, on peut s'interroger sur l'émergence de nouvelles catégories d'actionnaires minoritaires dont les objectifs divergent suite au développement d'une « démocratie actionnariale » lié notamment au renforcement de la protection juridique des actionnaires

minoritaires fait émerger de nouvelles catégories. Aussi, si ce travail constitue une étape dans la construction d'un modèle français d'activisme minoritaire, l'évolution du statut et du comportement des actionnaires minoritaires nécessitera encore de nombreux travaux.

BIBLIOGRAPHIE

- **ADMATI A., P. PFEIDERER ET J. ZECHNER**, 1994, « Large shareholder activism, risk sharing and financial market equilibrium », *Journal of Political Economy*, vol. 102, n° 6, p. 1097-1130.
- **AGRAWAL A. ET C. R. KNOEBER**, 1996, « Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders », *Journal of Financial and Quantitative analysis*, vol. 31, n° 3, p. 317-397.
- **AGRAWAL A. ET G. MANDELKER**, 1990, « Large shareholders and the monitoring of managers, the case of antitakeover charter amendments », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 25, n° 2, p. 143-167.
- **ALEXANDRE H. ET M. PAQUEROT**, 2000, « Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3, n° 2, p. 5-29.
- **AMANN B.**, 1994, « Les privatisations en France », *Les cahiers de recherche de l'ESUG*, janvier, n° 123.
- **ANTHONY L. ET R. NEKKAZ**, 1997, *Splendeurs et misères des petits porteurs*, éd. Fixot.
- **ANVILLE N'GORAN J. J.**, 1998, « Le rôle de la Commission des opérations de bourse dans la défense du droit préférentiel de souscription aux augmentations de capital », *Bourse et Marchés Financiers*, n° 122, p. 1074-1079.
- **ATTARÇA M.**, 1998, « « Affaires publiques » : l'émergence d'une nouvelle fonction dans les entreprises », *Revue Française de Gestion*, n° 119, juin-juillet-août, p. 75-90.
- **BANQUE DE FRANCE**, 2001, « Comportements des agents économiques sur les marchés de valeurs mobilières au 3^e trimestre 2000 », *complément au Bulletin de la Banque de France*.
- **BANQUE DE FRANCE**, 1999, « Comportements des agents économiques sur les marchés de valeurs mobilières au 2^e trimestre 1999 », *complément au Bulletin de la Banque de France*, n° 72, décembre.
- **BARBER B. M. ET J. D. LYON**, 1996, « Detecting abnormal operating performance : the empirical power and specification of test statistics », *Journal of Financial Economics*, n° 41, p. 359-399.
- **BARCLAY M. J. ET C. G. HOLDERNESS**, 1991, « Private benefits from control of public corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, p. 371-395.
- **BATSCH L.**, 1999, *Finance et Stratégie*, éd. Economica.
- **BAUDRU D. ET M. KECHIDI**, 1998, « Les investisseurs institutionnels étrangers vers la fin du capitalisme à la française ? », *Revue d'Economie Financière*, n° 48, p. 93-105.

- **BAUMS T.**, 1998, « Shareholders representation and proxy voting in the european union : a comparative review », in *Comparative Corporate Governance – The State of Art and Emerging Research*, K. J. HOPT, H. KANDA, M. J. ROE, E. WYMEERSCH AND S. PRIGGE, Oxford University Press, Clarendon Press, p. 562-564.
- **BEATTIE V. ET J. J. JONES**, 1992, « The use and abuse of graphs in annual reports : a theoretical framework and empirical study », *Accounting and Business research*, vol. 22, p. 291-303.
- **BENNESEN M. ET D. WOLFENSON**, 2000, «The balance of power in closely held corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, p. 113-139.
- **BERGLÖF E.**, 1997, « Reforming corporate governance : Redirecting the european agenda », *Economic Policy*, p. 92-123.
- **BERKOVITCH E., M. BRADLEY ET N. KHANNA**, 1989, « Takeover auctions, resistance strategies, and social welfare », *Journal of Law, Economics and organisation*, vol. 5, p. 395-412.
- **BERKOVITCH E. ET N. KHANNA**, 1990, « How target shareholders benefit from value reducing defensive strategies in takeovers », *The Journal of Finance*, vol. 45, p. 137-156.
- **BERLE A. A. ET G. C. MEANS**, 1932, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, MacMillan.
- **BHAGAT S., J. BIZJAK ET J. L. COLES**, 1998, « The shareholder wealth implications of corporate lawsuits », *Financial Management*, vol. 27, n° 4, p. 5-27.
- **BHAGAT S. ET R. JEFFERIS**, 1991, « Voting power in the proxy process », *Journal of Financial Economics*, vol. 30, p. 193-225.
- **BHATTACHARYA U.**, 1997, « Communication costs, information acquisition, and voting decisions in proxy contests », *The Review of Financial Studies*, vol. 10, n° 4, p. 1069-1098.
- **BIZJAK J. M. ET C. J. MARQUETTE**, 1998, « Are shareholder proposals all bark and no bite ? Evidence from shareholder resolutions to rescind poison pills », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 33, n° 4, p. 499-522.
- **BLACK B. S.**, 1990, « Shareholder passivity reexamined », *Michigan Law Review*, vol. 89, p. 520-608.
- **BLACK B. S.**, 1992a, « Agents watching agents : The promise of institutional investor voice », *Ucla Law Review*, vol. 39, p. 811-893.
- **BLACK B. S.**, 1992b, « Institutional investors and corporate governance : the case for institutional voice », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 4, p. 19-32.

- **BLACK B. S.**, 1998, « Shareholder activism and corporate governance in the United States », in *The new Palgrave Dictionary of Economics and Law*, P. NEWMAN éd., Stockton Press, p. 459-465.
- **BLACK B. S. AND J. C. COFFEE**, 1997, « Hail Britannia ? Institutional Investor Behaviour under Limited Regulation », *Michigan Law Review*, vol. 92, n° 7, p. 1997- 2087.
- **BLAIR W.**, 1998, «The Reform of Financial Regulation in the United Kingdom », *Journal of International Banking Law*, vol. 13, p. 43-49.
- **BOIZARD M.**, 1988, « L'abus de minorité », *Revue des Sociétés*, p. 366-380.
- **BOOTH A. L.**, 1995, « The free rider problem and the social custom model of trade union membership » *The Quaterly Journal of Economics*, n° 399, p. 253-263.
- **BOMPOINT P. ET B. MAROIS**, 1998, *Le pouvoir actionnarial*, éd. JV & DS.
- **BORE L.**, 1995, « L'action en représentation conjointe : *class action* française ou action mort-née ? », *Recueil Dalloz Sirey*, 35° cahier, chronique.
- **BOROS E. J.**, 1995, *Minority Shareholder's Remedies*, Clarendon Press Oxford.
- **BORSTADT L. ET T. ZWIRLEIN**, 1992, « The efficient monitoring role of proxy contests : an empirical analysis of post-contest control changes and firm performance », *Financial Management*, vol. 21, p.22-31.
- **BOURVEN M.**, 1997, « 1997 : la mutation de la gestion de capitaux en France », *Revue d'Economie Financière*, Juillet, n° 42, p. 97-107.
- **BRENNEDSEN M. ET D. WOLFENSON**, 2000, « The balance of power in closely held corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, p. 113-139.
- **BRICKLEY J. A., J. L. COLES ET R. L. TERRY**, 1994, « Outside directors and the adoption of poison pills », *Journal of Financial Economics*, vol. 35, p. 371-390.
- **BRICKLEY J. A. , R. C. LEASE ET C. W. SMITH**, 1994, « Corporate voting : Evidence from charter amendment proposals », *Journal of Corporate Finance*, n° 1, p. 5-31.
- **BRICKLEY J., R. C. LEASE ET C. W. SMITH**, 1988, « Ownership structure and voting on antitakeover amendments », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 267-291.
- **BROCAS T. ET V. TANDEAU DE MARSAC**, 1997, « L'amorce d'une reconnaissance d'un droit de retrait des minoritaires en droit boursier français », *Option Finance*, n° 447, p. 30-33.
- **BROYE G.**, 1998, *Choix d'un auditeur externe de qualité différenciée et évaluation des titres à l'émission*, Thèse de Doctorat, Université de Bourgogne.
- **BRUNET A.**, 1998, « Le contrôle des minoritaires - I. Le contrôle du gouvernement des sociétés cotées par la minorité en droit français », *Les Petites Affiches*, 14 octobre, n° 123.

- **BUCHER F.**, 1999, « Offre publique de retrait pour modifications substantielles d'une société : de l'article 5-5-5 au nouvel article 5-6-6 du Règlement général du Conseil des marchés financiers », *Revue des Sociétés*, n° 1, janvier-mars, p. 144-156.
- **BULLETTIN DE LA COB**, 1999, *L'actionnariat des salariés en Europe*.
- **BULLETTIN DE LA COB**, 1999, « Gouvernement d'entreprise : évolutions récentes en France et à l'étranger », septembre, n° 338
- **BULLETTIN DE LA COB**, 1997, « La communication financière des sociétés cotées », n° 313, p. I – XXXVIII.
- **BULLETTIN DE LA COB**, 1996, « Rapport sur la protection des actionnaires minoritaires dans les opérations de fusion et de garantie de cours », n° 305.
- **BURKART O. ET P. CHARLETY**, 2000, « Les fonds de pension et le rôle des actionnaires importants dans le gouvernement des entreprises », in *Fonds de pension – aspects économiques et financiers*, C. BISMUT ET N. EL MEKKAOUI-DE FREITAS, éd. Economica, p. 155-183.
- **BURLAUD A., F. D. POITRINAL ET E. SALUSTRO**, 1998, *Comptabilité et Droit comptable, l'intelligence des comptes et leur cadre légal*, éd. Gualino.
- **CABY J. ET G. HIRRIGOYEN**, 1997, *La création de valeur de l'entreprise*, éd. Economica.
- **CADBURY A.**, 1992, *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, London .
- **CANU V. ET B. DE SAINT MARS**, 2000, « Les associations d'actionnaires, élément du gouvernement d'entreprise », *Revue de Droit Bancaire et Financier*, n° 1, janvier-février, p. 46-49.
- **CARLETON W. T., J. M. NELSON ET M. S. WEISBACH**, 1998, « The influence of institutions on corporate governance through private negotiations : evidence from TIAA-CREF », *The Journal of Finance*, vol. 53, n° 4, p. 1335-1362.
- **CASTANIAS R. P. ET C. E. HELFAT**, 1992, « Managerial and windfall rents in the market for corporate control », *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 18, p. 153-184.
- **CHAGANTI R. S. ET F. DAMANPOUR**, 1991, « Institutional ownership, capital structure, and firm performance », *Strategic Management Journal*, vol. 12, p. 479-491.
- **CHAHINE S.**, 1999, « Les pratiques informationnelles des entreprises cotées sur la place de Paris », *Analyse Financière*, n° 120, p. 66-73.
- **CHARBONNIER M. ET H. DE VAUPLANE**, 1998, « Le contrôle des entreprises cotées, hors offres publiques, en droit français », *Les Petites Affiches*, n° 124, p. 3-10.

- **CHAREST G.**, 1997, « Rendement, risque et portefeuilles », in *Encyclopédie des Marchés Financiers*, YVES SIMON éd. Economica, p. 1608-1660.
- **CHARREAUX G.**, 1997a, « Structure de propriété, relation d'agence, et performance financière », in *Le Gouvernement des Entreprises*, G. CHARREAUX éd., Economica, p. 55-85.
- **CHARREAUX G.**, 1997b, « Vers une théorie du gouvernement des entreprises », in *Le Gouvernement des Entreprises*, G. CHARREAUX éd., Economica, p. 42-471.
- **CHARREAUX G.**, 1999, « La théorie positive de l'agence : lectures et relectures... », in *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXI^e siècle*, G. KOENIG, Economica, p. 61-141.
- **CHARREAUX G.**, 2001a, « Le gouvernement d'entreprise », in *Encyclopédie des ressources humaines*.
- **CHARREAUX G.**, 2001b, « L'approche économico-financière de l'investissement », in *Images de l'investissement*, G. CHARREAUX, éd. Vuibert.
- **CHARREAUX G. ET PH. DESBRIERES**, 1998, « Gouvernement des entreprises et création de valeur », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 2, p. 57-88.
- **CHERPITEL D.**, 1994, « Actionnariat : l'offensive des institutionnels », *Banque*, n° 554, p. 60-62.
- **CHOÏ S.**, 2000, « Proxy issue proposals : impact of the 1992 SEC proxy reforms », *The Journal of Law, Economics, and Organisations*, vol. 16, n° 1, p. 233 - 268.
- **COFFEE J. C.**, 1993, « Liquidity versus control : the institutional investor as corporate monitor », *Columbia Law Review*, vol. 91, p. 1277-1368.
- **COHEN E.**, 1997, *Analyse financière*, Economica.
- **COMMENT R. ET G. W. SCHWERT**, 1995, « Poison or placebo ? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern anti-takeover measures », *Journal of Financial Economics*, vol. 39, p. 3-43.
- **COTTER J. F., A. SHIVDASANI ET M. ZENNER**, 1997, « Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers ? », *Journal of Financial Economics*, vol. 43, p. 195-218.
- **COURET A.**, 1992, « Restructurations d'entreprises et contraintes des actionnaires minoritaires dans l'espace européen », *Les cahiers de recherche de l'ESUG*.
- **COURET A.**, 1996, « Le harcèlement des majoritaires », *Bulletin Joly, Chroniques*, février, p. 112-119.

- **COURET A. ET G. A. DE SENTENAC**, 1990, « Le conflit judiciaire comme instrument de communication », *Revue Française de Gestion*, n° 81, novembre-décembre, p. 103-107.
- **DAIGRE J. J.**, 1999, « De l'action de concert. Après la décision du CMF du 13 novembre 1998. », *JCP. E*, avril, n° 15.
- **DANG-TRAN M. C.**, 1998, « Le contrôle de l'information financière », *Les Petites Affiches*, 16 octobre, n° 124, p. 17-30.
- **DANGLEHANT C.**, 1996, « Le nouveau statut des minoritaires dans les sociétés anonymes cotées : l'application du principe d'équité », *Revue des sociétés*, avril-juin, n° 2, p. 217-237.
- **DANN L. ET H. DEANGELO.**, 1998, « Corporate financial policy and corporate control : a study of defensive adjustments in asset and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 87-127.
- **DARQUET P.**, 1992, Les changements fondamentaux dans la société et la protection des actionnaires minoritaires en droit américain, Thèse de Doctorat, Université de Paris I.
- **DASGUPTA S. ET V. NANDA**, 1997, « Tender offers, proxy contests and large shareholder activism », *Journal of Economics and management strategy*, n° 4, p. 787- 820.
- **DEANGELO L.**, 1988, « Managerial competition, information costs, and corporate governance - The use of accounting performance measures in proxy contests », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 10, p. 3-36.
- **DEANGELO H. ET L. DEANGELO**, 1989, « Proxy contests and the governance of publicly held corporations », *Journal of Law and Economics*, n° 23, p. 29-59.
- **DEANGELO H. ET E. M. RICE**, 1983, « Antitakeover charter amendments and stockholder wealth », *Journal of Financial Economics*, vol. 11, p. 329-359.
- **DEL GUERCIO D. ET J. HAWKINS**, 1999, « The motivation and impact of pension fund activism », *Journal of Financial Economics*, vol. 52, p. 293-340.
- **DE MAHENGE Y. H.**, 1999, « OPA - OPE : le recours contre les décisions des autorités est-il un mal nécessaire ? », *Option Finance*, n° 573, 29 novembre, p. 37.
- **DEMARIGNY F.**, 1994, « Les investisseurs institutionnels : des actionnaires neutres ? », *Revue d'Economie Financière*, n° 42, p. 109-118.
- **DEMSETZ H. ET K. LEHN**, 1985, « The structure of corporate ownership : causes and consequences », *Journal of Political Economy*, vol. 93, n° 6, p. 1155-1177.
- **DENIS D. J. ET D. K. DENIS**, 1995, « Majority owner-manager and organizational efficiency », *Journal of corporate finance*, n° 1, p. 91-118.

- **DESBRIERES Ph.**, 1991, *Participation Financière, Stock-Options et Rachat d'Entreprise par les Salariés*, éd. Economica.
- **DESBRIERES Ph.**, 1995, *Ingénierie financière*, éd. Litec.
- **DESBRIERES Ph.**, 1997a, « Le rôle de l'actionnariat des salariés non-dirigeants dans le système de gouvernement d'entreprise », in *Le Gouvernement des Entreprises*, G. CHARREAUX éd., Economica, p. 397-421.
- **DESBRIERES Ph.**, 1997b, « Nouvelles formes de fonds propres et gouvernement de l'entreprise », in *Le Gouvernement des Entreprises*, G. CHARREAUX éd., Economica, p. 303-331.
- **DESBRIERES Ph.**, 2001, « Le capital-investissement », *Banque & Marchés*, n° 51, p. 40-45.
- **DESBRIERES Ph. ET G. BROYE**, 2000, « Critères d'évaluation des investisseurs en capital : le cas français », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3, n° 3, septembre, p. 5-43.
- **DE VAUPLANE H ET J. P. BORNET**, 1998, *Le droit des marchés financiers*, éd. Economica.
- **DHERMENT FERERE I.**, 1997, « Changements de dirigeant et richesse des actionnaires : l'incidence de la nature du départ », *Actes du Colloque AFFI*, 5 décembre.
- **DIDIER P.**, 1994, « L'égalité des actionnaires : Mythe ou réalité ? », *La semaine juridique*.
- **DODD P. ET J. WARNER**, 1983, « On corporate governance : a study of proxy contests », *Journal of Financial Economics*, vol. 11, p. 401-438.
- **DUBOT J. F.**, 1998, « Le lobby : un « acteur rhétorique » ? », *Revue Française de Gestion*, n° 119, juin-juillet-août, p. 117-130.
- **EASTERBROOK F. H. ET D. R. FISCHER**, 1983, « Voting in corporate law », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, p. 395-427.
- **EDLIN A. S. ET J. E. STIGLITZ**, 1995, « Discouraging rivals : managerial rent-seeking and economic inefficiencies », *American Economic Review*, vol. 85, n° 5, p. 1301-1312.
- **FAMA E. F. ET M. C. JENSEN**, 1983, « Separation of ownership and control », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, p. 327-350.
- **FAUCHON A.**, 1999, « La validité de « l'opération-accordéon » encore renforcée », *Bulletin Joly Sociétés*, octobre, p. 943-957.
- **FERONE G.**, 1997, *Le système de retraite américain*, éd. Montchrestien.
- **FLUCK Z.**, 1999, « The dynamics of the management-shareholder conflict », *The Review of Financial Studies*, vol. 12, n° 2, p. 379-404.

- **GALLAIS-HAMONNO G.**, 1995, *SICAV et fonds communs de placement, les OPCVM en France*, Que sais-je ?, PUF.
- **GARVEY G. T. ET P. L. SWAN**, 1995, « Shareholder activism, « voluntary » restructuring , and internal labour markets », *Journal of Economics & Management Strategy*, vol. 4, n° 4, p. 591-621.
- **GENITEAU A.**, 1999, « Les besoins d'information des actionnaires et de la communication financière », *Forum régional des commissaires aux comptes de la Compagnie de Versailles*, n° 43, octobre, p. 8-15.
- **GERMAIN M. ET M. A. FRISON ROCHE**, 1994, Cass. Com. Belge du 10 Mars 1994, Accord c/ Compagnie Internationale des Wagons Lits, *Revue du Droit. bancaire et bourse*, mars-avril, n° 42, p. 86.
- **GILLAN S. ET L. STARKS**, 2000, « Corporate Governance proposals and shareholder activism : the role of institutional investors », *Journal of Financial Economics*, vol. 57, p. 275-305.
- **GILSON R. J. ET R. KRAAKMAN**, 1991, « Reinventing the outside director : an agenda for institutional investors », *Stanford Law Review*, vol. 43, n° 4, p. 863-906.
- **GODARD L.**, 1996, *Conseil d'administration, stratégie et performance financière*, Thèse de Doctorat, Université de Bourgogne.
- **GODARD L. ET A. SCHATT**, 2000, « Quelles sont les caractéristiques optimales du conseil d'administration ? », *La Revue du Financier*, p. 36-46.
- **GOMEZ P.-Y.**, 2001, *La république des actionnaires – Le gouvernement des entreprises, entre démocratie et démagogie*, éd. La Découverte & Syros.
- **GONTHIER N.**, 1996, *Contribution à l'analyse de l'information transmise par les rapports d'audit*, Thèse de Doctorat, Paris IX Dauphine.
- **GORDON L. A. ET J. POUND**, 1993, « Information, ownership structure and shareholder voting : evidence from shareholder sponsored corporate governance proposals », *The Journal of Finance*, vol. 48, n° 2, p. 697-718.
- **GROSSMAN S. ET O. HART**, 1980, « Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation », *Bell Journal of Economics*, vol. 11, p. 42-64.
- **GROSSMAN S. ET O. HART**, 1988, « One share-one vote and the market for corporate control », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, n° ½, p. 175-202.
- **GRUNDFEST J. A.**, 1993, « Just vote no : a minimalist strategy of dealing with barbarians inside the gates », *Stanford Law Review*, vol. 45, p. 856-937.

- **GUIEU G.**, 1999, « Prise de contrôle d'entreprise : une analyse des processus », *Revue Française de Gestion*, n° 123, mars-avril-mai, p. 54-64.
- **GUYON Y.**, 1994, *Le droit des affaires*, éd. Economica.
- **HACHETTE I.**, 1994, *Opérations financières et transfert de richesse*, PUF.
- **HAMPEL REPORT**, 1998, *Committee on Corporate Governance*, Final Report, London, janvier.
- **HANCOCK G. D.**, 1992, « The call option implicit in proxy contested firms », *Review of Financial Economics*, vol. 1, n° 2, p. 53-67.
- **HANCOCK G. D. ET T. K. MUKHERJEE**, 1992, « Applying margrabe's exchange option model to pricing proxy contests », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 19, n° 6, p. 889-900.
- **HARRIS M. ET A. RAVIV**, 1988, « Corporate governance : Voting rights and majority rules », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, n° 1/2, p. 203-236.
- **HEALY P. M. ET K. G. PALEPU**, 1993, « The effect of firm's financial disclosure strategies on stock prices », *Accounting Horizons*, vol. 7, n° 1, p. 1-11.
- **HILL C. W. L. ET T. M. JONES**, 1992, « Stakeholder-agency theory », *Journal of Management Studies*, vol. 29, n° 2, p. 131-154.
- **HIRSCHMAN A. O.**, 1970, *Exit, voice and loyalty*, Harvard University Press, traduction française, *Face au déclin des entreprises et des institutions*, Les Editions Ouvrières, Editions Economie et Humanisme, 1972.
- **HOLDERNESS C. G. ET SHEEHAN D. P.**, 1991, « Monitoring an owner : the case of turner broadcasting », *Journal of Financial Economics*, vol. 30, p. 325-346.
- **HOLDERNESS C. G. ET SHEEHAN D. P.**, 1988, « The role of the majority shareholders in publicly held corporations : an exploratory analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 317-346.
- **HUANG W. C. ET G. YEN**, 1996, « The impact of proxy contests on managerial turnover : a test of the job security hypothesis », *Managerial and decision economics*, vol. 17, p. 551-558.
- **HUBLER J. ET G. SCHMIDT**, 1999, « Les actionnaires, la valeur et le travail : une comparaison France-Etats-Unis », *Revue Française de Gestion*, novembre-décembre, n° 126, p. 153-166.
- **IKENBERRY D. ET J. LAKONISHOK**, 1993, « Corporate governance through the proxy contest : evidence and implications », *Journal of Business*, vol. 66, n° 3, p. 405-435.

- **JARRELL G. ET A. POULSEN**, 1987, « Shark repellents and stock prices, the effects of antitakeover amendments since 1980 », *Journal of Financial Economics*, vol. 19, p. 127-168.
- **JENSEN M. C.**, 1986, « Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeover », *American Economic Review*, vol. 76, n° 2, p. 323–329.
- **JENSEN M. C.**, 1993, « The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems », *The Journal of Finance*, vol. 48, n° 3, p. 831-880.
- **JENSEN M. C. ET W. MECKLING**, 1976, « Theory of the firm : managerial behavior, agency costs, and capital structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, p. 305- 360.
- **JOHN K. ET A. KLEIN**, 1995, « Shareholder proposals and corporate governance », *working paper, New York University*.
- **JONES T. M.**, 1986, «Corporate board structure and performance : Variations in the incidence of shareholders suits », *Research in Corporate Social Performance and Policy*, vol. 8, p. 345-359.
- **JOHNSTON J.**, 1985, *Méthodes économétriques*, tome 1, éd. Economica.
- **KAHN C. ET A. WINTON**, 1998, « Ownership structure, speculation, and shareholder intervention », *The Journal of Finance*, vol. 53, p. 99-129.
- **KARPOFF J. M. ET P. H. MALATESTA**, 1989, « The wealth effect of second-generation state takeover legislation », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, p. 291-322.
- **KARPOFF J. M., MALATESTA P. H. ET R. A. WALKING**, 1996, « Corporate governance and shareholder initiatives : Empirical evidence », *Journal of Financial Economics*, vol. 42, p. 365-395.
- **KARSENTI C.**, 1997, « La convention de qualification de l'« expert d'équité » », *Revue Française de Gestion*, n° 112, janvier- février, p. 92-99.
- **KESNER I. F. ET R. B. JOHNSON**, 1990, « An investigation of the relationship between board composition and stockholder suits », *Strategic Management Journal*, vol. 11, p. 327-336.
- **KIM W. C. ET R. MAUBORGNE**, 1998, « Procedural justice, strategic decision making, and the knowledge economy », *Strategic Management Journal*, vol. 19, p. 323-338.
- **KOCHAR R. ET P. DAVID**, 1996, « Institutional investors and firm innovation; a test of competing hypothesis », *Strategic Management Journal*, vol. 17, p. 73-84.
- **LANGLEY A.**, 1997, « L'étude des processus stratégiques : défis conceptuels et analytiques », *Management International*, vol. 2, n° 1, p. 37-50.

- **LA PORTA R., F. LOPEZ DE SILANES, A. SHLEIFER ET R. W. VISHNY**, 1998a, « Agency problems and dividend policies around the world », *NBER working paper*, n° 6594.
- **LA PORTA R., F. LOPEZ-DE-SILANEZ, A. SHLEIFER AND R. VISHNY**, 1998b, « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, vol. 106, p. 1113 - 1155.
- **LA PORTA R., F. LOPEZ-DE-SILANEZ, A. SHLEIFER AND R. VISHNY**, 1999a, « Investor protection : origins, consequences, reform », *NBER working paper*, n° 7428.
- **LA PORTA R., F. LOPEZ DE SILANES, ET A. SHLEIFER**, 1999b, « Investor protection and corporate valuation », *NBER working paper*, n° 7403.
- **LEHN K. ET A. POULSEN**, 1989, « Free cash flow and shareholders gains in going private transactions », *The Journal of Finance.*, vol. 44, n° 3, p. 771-787.
- **LEMOINE J.-F. ET S. ONNEE**, 2000, « Le statut de l'actionnaire-client : faisons le point », *Actes du Congrès ASAC-IFSAM*, Montréal, Québec.
- **LEONARD M ET H. TASSIN**, 1999, « Danone et Esker récompensés pour leurs documents de référence », *Analyse Financière*, n° 120, p. 28-31.
- **LEROY P. H.**, 1996, « Le vote des actionnaires, décision financière (1^{re} partie) », *Option Finance*, n° 384, 2 janvier, p. 26-29.
- **LEV B.**, 1995, « Disclosure and litigation », *California Management Review*, vol. 37, n° 3, p. 8-28.
- **LEV B.**, 1992, « Financial disclosure strategy », *California Management Review*, vol. 34, n° 4, p. 9-32.
- **L'HELIAS S.**, 1997, *Le retour de l'actionnaire*, éd. Gualino.
- **L'HELIAS S.**, 1994, « Le point de vue et le rôle des associations de défense d'actionnaires », *Bourse et produits financiers*, Bulletin Joly, avril, p. 51.
- **LINN S. C. ET J. J. MCCONNELL**, 1983, « An empirical investigation of the impact of « antitakeover » amendments on common stock prices », *Journal of Financial Economics*, vol. 11, p. 361-399.
- **LISSOWSKI A.**, 1998, « Les investisseurs face aux offres publiques », *Banque*, n° 589.
- **MAATI J.**, 1999, « Une modélisation de la stratégie d'enracinement d'un actionnaire-dirigeant par la technique des poupées russes », *Economies et Sociétés*, n° 26-27, p. 217-246.
- **MADDALA G.**, 1992, *Introduction to econometrics*, Prentice Hall, Englewood Cliffs.
- **MAHONEY M. J. ET J. T. MAHONEY**, 1993, « An empirical investigation of the effect of corporate charter antitakeover amendments on stockholder wealth », *Strategic Management Journal*, vol. 14, p. 17-31.

- **MAHONEY M. J., SUNDARAMURTHY C. ET J. T. MAHONEY**, 1996, « The differential impact on stockholder wealth of various antitakeover provisions », *Managerial and Decision Economics*, vol. 17, p. 531-549.
- **MALATESTA P. ET WALKING R.**, 1988, « Poison pill securities, stockholder wealth, profitability and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 347-376.
- **MALLIN C.**, 2001, « Institutional investors and voting practices : an international comparison », *Corporate Governance*, vol. 9, n° 2, p. 118-126.
- **MALLIN C.**, 1995, « Voting : the Role of Institutional Investors in Corporate Governance », *Research Board of the Institute of Chartered Accountants in England and Wales*, London.
- **MANNE H.**, 1965, « Mergers and the market for corporate control », *Journal of Political Economy*, vol. 74, p. 151-191.
- **MARINI P.**, 1996, *La modernisation du droit des sociétés*, éd. La documentation Française, collection des rapports officiels.
- **MARTIN K. ET J. MCCONNELL**, 1991, « Corporate performance, corporate takeovers, and managerial turnover », *The Journal of Finance*, vol. 46, n° 2, p. 671-687.
- **MARTINSON J.**, 1998, « Half of top companies failing to comply with Hampel », *Financial Times*, 1 décembre.
- **MAUG E.**, 1998, « Large shareholders as monitors : is a trade-off between liquidity and control ? », *The Journal of Finance*, vol. 53, p. 65-98.
- **MCWILLIAMS V.**, 1990, « Managerial share ownership and the stock price effects of antitakeover amendment proposals », *The Journal of Finance*, vol. 45, p. 1627-1640.
- **MICHAÏLESCO C.**, 1999, « Une étude empirique des déterminants de la qualité de l'information diffusée par les entreprises françaises au cours de la période 1991 – 1995 », *Comptabilité Contrôle Audit*, n° 5, vol. 1, p. 83-108.
- **MICHAÏLESCO C.**, 1998, *Contribution à l'étude des déterminants de la qualité de l'information comptable diffusée par les entreprises françaises*, Thèse de Doctorat, Université de Paris Dauphine.
- **MIKKELSON W. ET M. PARTCH**, 1997, « The decline of takeovers and disciplinary managerial turnover », *Journal of Financial Economics*, vol. 44, n° 2, p. 205-228.
- **MILGROM P. ET J. ROBERTS**, 1997, *Economie, organisation et management*, éd. PUG.
- **MONOD F.**, 1994, « Les actions privilégiées : un levier pour l'investisseur minoritaire », *Banque*, n° 549, p. 58-61.

- **MORCK R., A. SHLEIFER ET R. VISHNY**, 1988, « Management ownership and market valuation : an empirical analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 1, n° ½, p. 293-316.
- **MOUSSU C.**, 2000, « Endettement, accords implicites et capital organisationnel : vers une théorie organisationnelle de la structure financière », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3, n° 2, p. 167-196.
- **MORIN F.**, 1998, « L'économie française face aux fonds de pension américains. Quelle leçon pour le système de retraite », in *Retraites et épargne*, Conseil d'Analyse Economique, La Documentation Française, p. 67-76.
- **MTANIOS R. ET M. PAQUEROT**, 1999, « Structure de propriété et sous-performance des firmes : une étude empirique sur le marché au comptant, le règlement mensuel et le second marché », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 2, n° 4, p. 157-179.
- **MULHERIN J. H. ET A. B. POULSEN**, 1998, « Proxy contests and corporate change : implications for shareholder wealth », *Journal of Financial Economics*, vol. 47, p. 279-313.
- **MYERS S. C.**, 1977, , « Determinants of corporate borrowing », *Journal of Financial Economics*, vol. 5, n° 2, p. 147-175.
- **NEHKILI M.**, 1997, « La discipline par les banques », in *Le Gouvernement des Entreprises*, G. CHARREAUX éd., Economica, p. 331-360.
- **NEUVILLE C.**, 2001, « Le respect du contrat de société – point de vue des minoritaires », *Conférence IMA France*, 6 février.
- **NEUVILLE C.**, 1994, « Le point de vue de l'ADAM », *Bulletin Joly, Bourse et Produits Financiers*, numéro spécial, avril, p. 59-65.
- **NOBES C.**, 1988, « The cause of financial reporting differences », in *Issues in multinational Accounting*, C. NOBES, R. PARKER ET A. PHILIP, New York.
- **ONNEE S.**, 1998, « Les déterminants des retraits de la cote : le cas français », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 4, p. 83-114.
- **ORLEAN A.**, 1999, *Le pouvoir de la finance*, éd. Odile Jacob.
- **O'SULLIVAN M. A.**, 2000, *Contests for corporate control*, Oxford University Press.
- **PAPPAPORT A.**, 1998, « Quand l'actionnaire prend le pouvoir », *L'Expansion Management Review*, n° 90, septembre, p. 48-54.
- **PAQUEROT M.**, 1997, « Stratégies d'enracinement des dirigeants, performance de la firme et structures de contrôle », in *Le Gouvernement des Entreprises*, G. CHARREAUX éd., Economica, p. 105-141.

- **PARIER C.**, 1997, « L'activisme de l'actionnaire peut-il être une alternative aux modes traditionnels de surveillance des managers ? », Mémoire de DEA, Institut d'Etudes Politiques de Paris.
- **PELTIER F.**, 1995, « La convergence du droit français avec les principes de la corporate governance américaine », *Revue de droit bancaire et de la bourse*, n° 60, p. 49-54.
- **PIGE B.**, 2000, « Qualité de l'audit et gouvernement d'entreprise : le rôle et les limites de la concurrence sur le marché de l'audit », *Comptabilité Contrôle Audit*, tome 6, vol. 2, p. 133-151.
- **PETROVIC A.**, 2000, « Des class actions en France ? », *Management & Finance*, n° 119, septembre, p. 46-47.
- **PICHARD-STANFORD J.-P.**, 2000, « Légitimité et enracinement du dirigeant par le réseau des administrateurs », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3, n° 4, p. 143-178.
- **PHILIPPON R.**, 2000, « Les AG en direct sur internet », *Option Finance*, n° 588, 20 mars, p. 4-5.
- **PIRC**, 1998, « The Rorke's Drift of Proxy Fights : Lonhro Africa incumbents survive ».
- **PIRC**, 1998, « Proxy voting trends at UK Companies 1993-1998 ».
- **POITRINAL F. D.**, 1994, « Contrôle par l'investisseur minoritaire : les outils et les risques », *Banque*, n° 554, p. 28-34.
- **POCHET C.**, « Inefficacité des mécanismes de contrôle managérial : le rôle de l'information comptable dans le gouvernement d'entreprise », *Comptabilité Contrôle Audit*, tome 4, vol. 2, p. 71-88.
- **POUND J.**, 1987, « The effects of antitakeover amendments on takeover activity : some direct evidence », *Journal of Law and Economics*, vol. 30, p. 353-369.
- **POUND J.**, 1988, « Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 237-265.
- **POUND J.**, 1989, « Shareholder activism and share values : the causes and consequences of countersolicitations against management antitakeover proposals », *Journal of Law and Economics*, vol. 32, p. 357-379.
- **POUND J.**, 1991, « Proxy voting and the SEC », *Journal of Financial Economics*, vol. 29, p. 241-285.
- **POUND J.**, 1992, « Belong takeovers : politics comes to corporate control », *Harvard Business Review*, vol. 93, p. 83-92.
- **POUND J.**, 1995, « The promise of the governed corporation », *Harvard Business Review*, vol. 73, n° 2, p. 89-103.

- **POZEN R. C.**, 1994, « Institutional investors : the reluctant activists », *Havard Business Review*, janvier-février, vol. 72, p. 140-149.
- **PREVOST A. K. ET R. P. RAO**, 2000, « Of what value are shareholder proposals sponsored by public pension funds ? », *Journal of Business*, vol. 73, n° 2, p. 177-204.
- **RAFFOURNIER B.**, 1995, « The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies », *The European Accounting Review*, vol. 4, n° 2, p. 261-280.
- **REDIKER K. J. ET A. SETH**, 1995, « Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms », *Strategic Management Journal*, vol. 16, p. 85-99.
- **ROE M. J.**, 2001a, « Les conditions politiques au développement de la firme managériale », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 4, n° 1, p. 123-182.
- **ROE M. J.**, 2001b, « The quality of Corporate law argument and its limits », *Columbia Law Review*, *The Center for Law and Economic Studies, working paper*, n° 186.
- **ROMANO R.**, 1993, « Public pension fund activism in corporate governance reconsidered », *Columbia Law Review*, vol. 93, p. 795-853.
- **ROSENSTEIN S. ET J. G. WYATT**, 1990, « Outside directors, board independence and shareholder wealth », *Journal of Financial Economics*, vol. 26, p. 175-191.
- **ROUSSILLE M.**, 1999, « Quelle est la place du Conseil des Marchés Financiers dans le système financier français ? », *La Revue du Financier*, p.16-22.
- **RYNGAERT M.**, 1988, « The effect of poison pill securities on shareholder wealth », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 377-417.
- **SANTONI D.**, 1996, « Les effets pervers de la réglementation des offres publiques visant à protéger les actionnaires minoritaires », *Revue du Financier*, n° 107, p. 41-46.
- **SCHMIDT D.**, 1999, *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, éd. Joly.
- **SCHMIDT D.**, 1970, *Les droits de la minorité dans la société anonyme*, Thèse Sirey, Biblio. Dr. Com.
- **SCHOEN T.**, 1998, « Les contrôles « externes » en matière d'offres publiques en droit français », *Les Petites Affiches*, n° 124, p. 8-10.
- **SCHWAB S. J. ET R. S. THOMAS**, 1998, « Realigning corporate governance : shareholder activism by labor unions », *Michigan Law Review*, n° 96, p. 1018-1094.
- **SERES A.**, 1995, « Les minoritaires de L'Amy, victimes d'un jugement étonnant », *Option Finance*, n° 365, p.11.
- **SHARARA N. ET A. E. HOKE-WITHERSPOON**, 1993, « The evolution of the 1992 shareholder communication proxy rules and their impact on corporate governance », *The Business Lawyer*, vol. 49, p. 327-358.

- **SHERMAN H., S. BELDONA ET M. P. JOSHI**, 1998, « Institutional investor heterogeneity : implications for strategic decisions », *Corporate governance*, juillet, vol. 6, n° 3, p. 166-173.
- **SHIVDASANI A.**, 1993, « Board composition, ownership structure and hostile takeovers », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, p. 167-198.
- **SHIVDASANI A. ET D. YERMACK**, 1999, « CEO involvement in the selection of new board members : an empirical analysis », *Journal of Finance*, vol. 54, n° 5, p. 1829-1853.
- **SHLEIFER A. ET R. W. VISHNY**, 1986, « Large shareholders and corporate control », *Journal of Political Economy*, vol. 94, p. 461-476.
- **SHLEIFER A. ET R. W. VISHNY**, 1989, « Management entrenchment – The case of manager-specific investments », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, p. 123 - 139.
- **SHLEIFER A. ET R. W. VISHNY**, 1997, « A survey of corporate governance », *The Journal of Finance*, vol. 52, p. 737-783.
- **SHLEIFER A. ET D. WOLFENZON**, 2000, « Investor protection and equity market », *NBER working paper*, n° 7974.
- **SMITH M. P.**, 1996, « Shareholder activism by institutional investors : Evidence from CalPERS », *The Journal of Finance*, n° 1, p. 227-252.
- **SMITH C. V. ET R. WATTS**, 1992, « The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies », *Journal of Financial Economics*, vol. 32, p. 263-292.
- **SOKOLOW N. ET S. MONTRAVERS**, 1995, « L’Amy : le cas des minoritaires », *Fusions et acquisitions*.
- **SRIDHARAN U. V. ET M. R. REINGANUM**, 1995, « Determinants of the choice of hostile takeover mechanism : an empirical analysis of tender offers and proxy contests », *Financial Management*, vol. 21, n° 1, p. 57-67.
- **STIGLITZ J. E.**, 1985, « Credit market and the control of capital », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 17, n° 2, p. 133-152.
- **STRICKLAND D., K. W. WILES ET M. ZENNER**, 1996, « A requiem for the USA : Is small shareholder monitoring effective », *Journal of Financial Economics*, vol. 40, p. 319-338.
- **STULZ R.**, 1988, « Managerial control of voting rights, financial policies and the market for corporate control », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 25-54.
- **SUNDARAMURTY C.**, 1996, « Corporate governance within the context of antitakeover provisions », *Strategic Management Journal*, vol. 37, p. 377-394.

- **SUNDARAMURTHY C., J. M. MAHONEY ET J. T. MAHONEY**, 1997, « Board structure, antitakeover provisions, and stockholder wealth », *Strategic Management Journal*, vol. 18, n° 3, p. 231-245.
- **THAUVRON A.**, 2000, « La manipulation du résultat comptable avant une offre publique », *Comptabilité Contrôle Audit*, tome 6, vol. 2, p. 97-114.
- **THOMPSON T. C. ET G. F. DAVIS**, 1997, « The politics of corporate control and future of shareholder activism in the united states », *Corporate Governance, an international review*, vol. 5, n° 3, p. 152-159.
- **URBAIN-PARLEANI I. ET M. BOIZARD**, 1996, « L'objectif d'information dans la loi du 24 Juillet 1966 », *Revue des Sociétés*, n° 3, juillet-septembre, p. 447-463.
- **USEEM M.**, 1996, « Shareholders as strategic asset », *California Management Review*, vol. 39, n° 1, p. 8-27.
- **VAN LOYE G.**, 1998, *Finance et Théorie des Organisations*, éd. Economica, collection Gestion.
- **VAN NUYS K.**, 1993, « Corporate governance through the proxy contest : evidence from the 89 Honeywell proxy solicitation », *Journal of Financial Economics*, vol. 34, n° 1, p. 101-132.
- **VIANDIER A.**, 1993, *OPA, OPE, Garantie de cours, retrait, OPV*, éd. Litec.
- **WAHAL S.**, 1996, « Pension fund activism and firm performance », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, n° 1, p. 1-23.
- **WAHAL S., K. WILES ET M. ZENNER**, 1995, « Who opts out of state antitakeover protection ? The case of Pennsylvania's SB 1310 », *Financial Management*, n° 24, p. 22-39.
- **WARTHER V. A.**, 1998, « Board effectiveness and board dissident : A model of the board's relationship to management and shareholders », *Journal of Corporate Finance*, vol. 4, p. 53-70.
- **WEISBACH M. S.**, 1988, « Outside directors and CEO turnover », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 431-460.
- **WEISS E. J. ET J. S. BECKERMAN**, 1995, « Let the money do the monitoring : how institutional investors can reduce agency costs in securities class actions », *The Yale Law Journal*, vol. 104, n° 8, p. 2053-2127.
- **WIGHTON D.**, 1994, « Power of the shareholder vote », *Financial Times*, 9-10 April, p. 9.
- **WILLIAMSON O.**, 1994, *Les institutions de l'économie*, InterEditions, Paris.

- **WOHLSTETTER C.**, 1993, « Pension fund socialism : Can bureaucrats run the blue chips ? », *Harvard Business Review*, vol. 71, p. 76-83.
- **YOUNG P. J., MILLAR J. A. ET G. W. GLEZEN**, 1993, « Trading volume, management solicitation and shareholder voting », *Journal of Financial Economics*, vol. 33, p. 57-71.
- **ZAMPA F. P. ET A. E. MCCORMICK, JR**, 1991, « « Proxy power » and corporate democracy : the characteristics and efficacy of stockholder-initiated proxy issues », *The American Journal of Economics and Sociology*, vol. 50, n° 1, p. 1-15.
- **ZWIEBEL J.**, 1995, « Block investment and partial benefits of corporate control », *Review of Economic Studies*, vol. 21, p. 161-185.

Table des matières

PREMIERE PARTIE	20
APPROCHE DESCRIPTIVE	20
L'ACTIVISME DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES	20
CHAPITRE 1. UNE ETUDE EXPLORATOIRE DE L'ACTIVISME DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES	23
<i>Section 1. Les développements historiques de l'activisme des actionnaires : une comparaison internationale</i>	24
1. Aux Etats Unis.....	24
2. En Angleterre.....	27
<i>Section 2. L'évolution de l'activisme en France</i>	32
1. La constitution de l'actionnariat français	32
1. 1. Le développement de l'actionnariat individuel	32
1. 2. La montée en puissance des actionnaires institutionnels.....	34
2. L'apparition d'une « démocratie actionnariale ».....	37
2. 1. La participation des actionnaires minoritaires aux assemblées générales ...	37
2. 2. L'influence de l'environnement institutionnel	39
CHAPITRE 2. LE CADRE THEORIQUE - LE MODELE D'ACTIVISME DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES	44
<i>Section 1. La capacité d'expropriation des actionnaires minoritaires par une coalition de contrôle</i>	45
1. Le problème d'allocation optimale des droits décisionnels résiduels et des droits aux flux résiduels	46
1. 1. Les problèmes de l'action collective et la passivité des actionnaires minoritaires.....	47
1. 2. Les coûts d'agence issus des conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants	48
2. L'hypothèse de comportement actif d'une coalition de contrôle	50
2. 1. Le rôle des détenteurs de blocs d'actions	51
2. 2. La stratégie d'une coalition de contrôle	54
<i>Section 2. L'hypothèse d'activisme d'une coalition minoritaire</i>	59
1. Les problèmes de l'action collective et l'activisme des actionnaires minoritaires.....	60
1. 1. Le rôle de l'actionnaire « pivot ».....	60
1. 2. L'activisme institutionnel : la mise en place d'activités d'influence	63
2. Les limites de l'activisme des actionnaires minoritaires	66
2. 1. Les coûts d'influence.....	67
2. 2. 1. Les coûts informationnels.....	67
2. 2. 2. Les coûts de coordination	69
2. 2. Les autres sources de conflits d'intérêts	71

CHAPITRE 3. UNE ETUDE JURIDIQUE DE LA PROTECTION DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES AU SEIN DU GOUVERNEMENT DES ENTREPRISES COTEES FRANÇAISES76

<i>Section 1. Les mécanismes de contrôle preventifs et les conflits d'intérêts</i>	78
1. Les droits des actionnaires minoritaires	78
1. 1. Le droit aux flux résiduels	79
1. 1. 1. Au cours de la vie sociale	79
1. 1. 2. Lors de la cession d'actions	81
1. 1. 2. 1. La suppression des OPA partielles	81
1. 1. 2. 2. La procédure de garantie de cours	82
1. 1. 2. 3. La procédure de retrait obligatoire	83
1. 2. Le droit de vote	88
1. 2. 1. Le droit à l'information	88
1. 2. 2. Le droit à la critique	92
2. Les autorités de surveillance <i>ex-ante</i>	93
2. 1. La commission des opérations de bourse	94
2. 1. 1. le contrôle de l'information	94
2. 1. 2. Les pouvoirs de la COB	97
2. 2. Le Conseil des Marchés Financiers	99
2. 2. 1. Les missions du CMF	99
2. 2. 2. Le contrôle du prix et des conditions d'application des offres publiques	101
<i>Section 2. Les conflits d'intérêts et les mécanismes de contrôle répressifs</i>	102
1. L'exercice d'un « contre-pouvoir » par la minorité	103
1. 1. le droit de contester les opérations d'offres publiques	103
1. 1. 1. Le droit d'intervention des actionnaires minoritaires contre les décisions de la COB	104
1. 1. 1. 1. La demande d'annulation du visa de la COB	104
1. 1. 1. 2. L'étendue des pouvoirs de la COB	105
1. 1. 2. Le droit d'intervention des actionnaires minoritaires contre les décisions du Conseil de	
1. 1. 2. 1. Les demandes d'annulation des décisions du CMF	107
1. 1. 2. 2. L'étendue des pouvoirs du CMF	108
1. 2. Le droit de contester la gestion sociale	109
1. 2. 1. Les conditions de l'action judiciaire	109
1. 2. 1. 1. Les actions sociales	110
1. 2. 1. 2. Les actions individuelles	110
1. 2. 2. Les résultats de l'action judiciaire	111
1. 2. 2. 1. Les mécanismes de substitution	111
a. La nomination d'un mandataire de justice	111
b. La demande d'expertise de gestion	112
c. La dissolution de la société	114
d. Le droit de retrait	114
1. 2. 2. 2. Les mécanismes répressifs	115
a. L'action en annulation des décisions prises	115
b. L'action en responsabilité contre les dirigeants et les administrateurs	115
2. Les limites du droit d'action des actionnaires minoritaires : les abus de minorité	117
2. 1. Les manœuvres abusives des minoritaires	118
2. 1. 1. Les abus de la minorité de blocage	118
2. 1. 2. Les abus du droit d'agir en justice	119
2. 2. Les critères juridiques constitutifs de l'abus de minorité	120

CHAPITRE 1. LE COMPORTEMENT ACTIF DE LA COALITION DE CONTROLE ET L'ACTIVISME DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES	130
1. Les choix de publication et de diffusion de l'information par la coalition de contrôle	132
1. 1. La qualité de l'information financière transmise aux actionnaires dans les rapports annuels	133
1. 2. La diffusion d'informations volontaires supplémentaires	135
2. Les choix de financement et d'investissement	136
2. 1. Les choix de la structure financière	137
2. 2. Les choix des politiques d'investissement et de rémunération	141
<i>Section 2. La neutralisation des mécanismes externes de gouvernement d'entreprises</i>	<i>143</i>
1. La composition de l'actionariat et l'activisme	144
1. 1. La concentration de la propriété	144
1. 2. La constitution d'une coalition de contrôle	148
2. Les techniques d'ingénierie et l'activisme	151
2. 1. Les effets des mesures anti-OPA sur la richesse des actionnaires : un panorama des recherches empiriques	152
2. 2. Les clauses statutaires et extrastatutaires.....	154
2. 2. 1. Les techniques d'encadrement de l'exercice du droit de vote.....	155
2. 2. 2. Le choix de la forme juridique : les sociétés en commandite par actions et les sociétés holding	157
2. 2. 3. L'émission de valeurs complexes.....	159
<i>Section 3. La neutralisation des mécanismes internes de gouvernement d'entreprises</i>	<i>160</i>
1. La composition du conseil d'administration et l'activisme.....	161
2. L'affiliation des commissaires aux comptes	163
CHAPITRE 2. LE COMPORTEMENT ACTIF DE LA COALITION MINORITAIRE DISSIDENTE ET LE SUCCES DE L'ACTIVISME	167
<i>Section 1. La composition de la coalition d'actionnaires minoritaires actifs.....</i>	<i>167</i>
1. Les blocs minoritaires non contrôlants.....	168
1. 1. Les actionnaires financiers	168
1. 1. 1. Les actionnaires en capital-investissement.....	169
1. 1. 2. Les banquiers	170
1. 2. Les actionnaires institutionnels	171
1. 2. 1. Les actionnaires institutionnels français.....	172
1. 2. 2. Les actionnaires institutionnels anglo-saxons	172
2. Les actionnaires individuels dissidents	177
2. 1. Les petits porteurs.....	177
2. 2. Les actionnaires-salariés non dirigeants	179
<i>Section 2. Les stratégies des actionnaires minoritaires : une analyse en termes de processus</i>	<i>182</i>
1. Le choix de la forme d'activisme	184
1. 1. L'action « associationnelle »	185
1. 2. L'action judiciaire.....	189
2. Les activités d'influence	193
2. 1. Les activités de lobbying	193
2. 2. Les activités de sollicitation des votes.....	195

CHAPITRE 3. LA REACTION DU MARCHE FINANCIER A L'ACTIVISME DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES.....	200
<i>Section 1. L'activisme comme instrument de discipline des dirigeants au service des actionnaires.....</i>	<i>201</i>
<i>Section 2. L'activisme comme instrument facilitant la création de la valeur pour l'ensemble des parties prenantes.....</i>	<i>204</i>
CHAPITRE 1. LES TRAVAUX EMPIRIQUES ANTERIEURS	213
<i>Section 1. Les déterminants de l'activisme.....</i>	<i>213</i>
<i>Section 2. Les facteurs explicatifs du succès de l'activisme.....</i>	<i>215</i>
<i>Section 3. Les effets de l'activisme</i>	<i>221</i>
1. Sur la richesse des actionnaires	221
2. Sur le système de gouvernement des entreprises visées.....	224
CHAPITRE 2. LES FACTEURS EXPLICATIFS DE L'ACTIVISME.....	231
<i>Section 1. Le rappel des hypothèses théoriques et la description de l'approche empirique</i>	<i>232</i>
1. La description des variables explicatives	233
2. La présentation descriptive des échantillons	242
2. 1. Les échantillons	243
2. 2. Une analyse descriptive	245
<i>Section 2. La méthodologie et les résultats</i>	<i>247</i>
1. Une analyse univariée.....	247
1. 1. La méthodologie utilisée	247
1. 2. Les résultats et l'interprétation	248
2. Une analyse multivariée	253
2. 1. La méthodologie utilisée	254
2. 2. Les résultats et l'interprétation	255
CHAPITRE 3. LES FACTEURS EXPLICATIFS DU SUCCES DE L'ACTIVISME	259
<i>Section 1. Le rappel des hypothèses theoriques et la description de l'approche empirique</i>	<i>260</i>
1. La description des variables explicatives du succès de l'activisme	261
2. La présentation descriptive de l'échantillon.....	265
<i>Section 2. La méthodologie et les résultats</i>	<i>268</i>
1. L'analyse factorielle en composantes principales	268
2. La régression logistique.....	273
CHAPITRE 4. L'ACTIVISME ACTIONNARIAL ET LA RICHESSE DES ACTIONNAIRES :	
L'INCIDENCE DE LA DATE D'ANNONCE PUBLIQUE DE L'ACTIVISME	277
<i>Section 1. La description de l'échantillon et de la methodologie</i>	<i>278</i>
1. Les données de l'étude d'événement.....	278
2. La méthodologie	279
<i>Section 2. Les resultats</i>	<i>282</i>
1. Les résultats de l'étude d'événement.....	283
2. L'influence du motif de contestation et de la forme de l'activisme sur la réaction du marché financier	287

ANNEXES