HAL open science

Trois essais sur l'engagement actionnarial : contribution à la compréhension des origines, des pratiques et des acteurs dans le contexte français

Carol-Anne Loher-Delalune

▶ **To cite this version:**

Carol-Anne Loher-Delalune. Trois essais sur l'engagement actionnarial : contribution à la compréhension des origines, des pratiques et des acteurs dans le contexte français. Gestion et management. Université de Bretagne Sud, 2023. Français. NNT : 2023LORIL651 . tel-04050792

HAL Id: tel-04050792

https://theses.hal.science/tel-04050792v1

Submitted on 29 Mar 2023

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.

THÈSE DE DOCTORAT DE

L'Université Bretagne Sud
COMUE Université Bretagne Loire

École Doctorale N° 597
Sciences Économiques et Sciences de Gestion
Spécialité : Sciences de gestion

Par
Carol-Anne LOHER-DELALUNE

Trois essais sur l'engagement actionnarial.

Contributions à la compréhension des origines, des pratiques et des acteurs dans le contexte français

Thèse présentée et soutenue à Vannes, le 06 janvier 2023
Unité de recherche: LEGO (Laboratoire d'Économie et de Gestion de l'Ouest)
Thèse N° 651

Carine GIRARD-GUERRAUD	Rapporteur	Professeur, Audencia Nantes
Pierre LABARDIN	Rapporteur	Professeur des Universités, Université de la Rochelle
Pascal BARNETO	Examinateur	Professeur agrégé des Universités, Université de Bordeaux
Nadine DE LA PALLIERE	Examinateur	Maître de conférence, Université Bretagne Sud
Vanessa SERRET	Directeur de thèse	Professeur des Universités, Université de Lorraine

DOCTORAT BRETAGNE LOIRE / ECONOMIE ET GESTION

Université Bretagne Sud

Titre : Trois essais sur l'engagement actionnarial. Contributions à la compréhension des origines, des pratiques et des acteurs dans le contexte français.

Mot clés : Engagement actionnarial, ISR, Gouvernance d'entreprise, critères ESG.

Résumé : Depuis plus de trente ans, nous assistons à une mutation du système financier, avec notamment l'essor de l'investissement socialement responsable et de la finance durable. Parmi les stratégies d'investissement socialement responsable, l'engagement actionnarial consiste en l'utilisation par les actionnaires de leurs droits afin d'infléchir la stratégie de l'entreprise dont ils détiennent une part du capital social vers une démarche plus respectueuse des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance. Il semble que les actionnaires utilisent de plus en plus fréquemment cette stratégie.

La thèse contribue, sur la base d'une approche exploratoire, à la compréhension du phénomène d'engagement actionnarial dans le contexte français à travers trois essais.

Le premier essai retrace les origines et l'émergence de l'engagement actionnarial en France. Le second essai permet de présenter la complexité de l'écosystème de l'engagement actionnarial et d'identifier les freins et leviers à cette pratique dans le contexte français. Le troisième essai se focalise sur le rôle complexe des organisations non gouvernementales et leurs apports au processus d'engagement actionnarial.

Title: Three essays on shareholder engagement. Contributions to the understanding of origins, practices and actors in the French context.

Keywords: Shareholder engagement, SRI, corporate governance, ESG criteria

Abstract: For more than thirty years, we have been witnessing a change in the financial system, especially with the rise of socially responsible investment and sustainable finance. Among socially responsible investment strategies, shareholder engagement consists in the use of the shareholders' rights in order to influence the strategy of the company in which they hold a share of capital towards an approach that is more respectful of environmental, social and governance criteria. It seems that shareholders are increasingly using this strategy.

The thesis contributes, on the basis of an exploratory approach, to the understanding of the phenomenon of shareholder engagement in the French context through three essays.

The first essay recounts the origins and emergence of shareholder engagement in France. The second essay presents the complexity of the ecosystem of shareholder engagement and identifies the obstacles to and levers for this practice in the French context. The third essay focuses on the complex role of non-governmental organizations and their contributions to the process of shareholder engagement.

« L'Université n'entend donner aucune approbation, ni improbation aux opinions émises dans cette thèse. Celles-ci doivent être considérées comme propres à leurs auteurs »

Remerciements

La thèse est un voyage aussi individuel que collectif, si ce n'est plus collectif. C'est probablement la plus importante leçon que je retire de ces 5 années de doctorat.

Je tiens à exprimer mes remerciements à l'ensemble des membres du jury pour l'honneur qu'ils m'ont fait en me consacrant temps et conseils. Merci d'avoir accepté de faire partie de ce jury et de m'aider à améliorer ce travail.

Je remercie le professeur Carine Girard-Guerraud et le professeur Pierre Labardin d'avoir accepté d'être rapporteurs de ce travail.

Je remercie le professeur Pascal Barneto pour son écoute et ses recommandations tout au long de ses années de thèse.

Je remercie la maître de conférence Nadine De La Pallière pour sa bienveillance depuis mon entrée en master, pour ses relectures attentives et ses conseils toujours avisés.

J'exprime mes sincères remerciements à ma directrice de thèse : Vanessa Serret pour l'opportunité qu'elle m'a offerte. Ses conseils, son exigence et son accompagnement tout au long de ce processus de publication m'ont permis d'acquérir les compétences nécessaires à la réalisation de ce travail et de bien d'autres dans l'avenir.

Au sein de ce collectif ô combien important je remercie les membres de mon laboratoire de recherche le Lego de Vannes et l'Université de Bretagne Sud. Merci particulièrement à Christine Petr et Yolande Piris pour leurs confiances accordées au long de ces années. Merci à Marc Dumas pour sa porte toujours ouverte et son écoute attentive. Merci à tous les membres bienveillants qui m'ont écoutée, relue et soutenue.

J'ai compris au cours de ces années l'importance d'être entourée et de savoir s'entourer et je me dois de remercier celles et ceux qui ont contribué à l'amélioration de mon travail par leurs relectures et conseils sur mes travaux : Christine Fournès-Dattin, Jeremy Morales, Antoine Fabre.

Merci aux collègues de l'IUT de Vannes pour leurs soutiens et leurs aides (et particulièrement sur l'aménagement de mon emploi du temps sur la dernière année). Je remercie en particulier mes cheffes de département successives : Nathalie

Bourdoncle pour avoir participé à mon intégration dans le département et Celine Jacob pour m'avoir donné l'impulsion finale.

Un merci particulier à mon ancienne proviseure adjointe : Karine Raspilair pour les conditions de travail m'ayant permis de mener à bien cette double carrière. Merci également à mon inspecteur académique : Philippe Cadet pour son soutien lors de mon détachement, la confiance qu'il m'a accordée en me permettant d'aller représenter l'académie de Rennes aux journées de l'économie 2019 et pour la confiance en me permettant d'être formatrice académique lors de la réforme du baccalauréat. Ces expériences ont été formatrices.

Dans les remerciements plus personnels, je pense tout d'abord à mes parents sans qui aucunes de mes réussites n'auraient la même saveur. À vous pour m'avoir soutenue et supportée dans n'importe quelle voie, sans défaut, je dédie cette cerise.

À Gaspard pour son amour et sa présence à mes côtés durant l'intégralité de mes heures passées à mon bureau. À Olivier qui partage ma vie et qui a supporté mes doutes, mes angoisses et mes joies en me disant de ne rien lâcher.

Enfin à mes ami.e.s que je ne peux tou.te.s cité.e.s ici. Je pense particulièrement à Aurélien pour l'inspiration à réaliser une thèse. Chloé et Marine pour leurs écoutes infinies et leurs bienveillances éternelles. Élise et Pierre pour le soutien moral et leurs relectures attentives. Marie pour la précorrection formidable. Tous les gens incroyablement bienveillants rencontrés sur le vortex. Et enfin le trio ayant permis l'aboutissement de ce manuscrit et de ce travail : Jean-Baptiste (sans lequel cette thèse n'aurait jamais pu être aussi belle) et les deux femmes formidables que je serais heureuse et fière d'appeler collègues : Pauline (sans toi cette thèse ne serait pas ce qu'elle est) et Edwige (pour ton incroyable travail de relecture).

« La recherche de la vérité est la plus noble des occupations, et sa publication, un devoir »

Madame de Staël

Table des matières

Introduction **1**

Partie préliminaire : L'engagement actionnarial ; définitions et pratiques **8**

Section 1 Le concept d'engagement actionnarial 9

1 Définitions de l'activisme actionnarial 10

2 Distinction entre activisme actionnarial et engagement actionnarial au travers des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance. 11

3 Définitions et principes de l'engagement actionnarial 15

Section 2 Les différentes pratiques d'engagement actionnarial 17

1 L'exclusion d'actif financier et la sortie du capital social 18

2 Les dialogues entre les actionnaires et l'entreprise 19

3 L'engagement actionnarial lors des assemblées générales annuelles . 20

3.1 Les questions écrites 21

3.2 Les politiques de vote 21

3.3 Le dépôt de résolutions externes 24

4 La médiatisation 27

5 Le recours juridique 28

Partie 1 : Le cadre conceptuel et institutionnel **33**

1 Le cadre théorique **36**

Section 1 Une approche contractualiste au service de la valeur actionnariale 38

1 Les théories contractualistes 39

1.1 Les origines des théories contractualistes 39

1.2 L'apport des théories contractualistes à la pratique de l'engagement actionnarial 41

2 La nécessité d'équilibrer les pouvoirs au travers de la théorie de l'agence 42

2.1 La théorie de l'agence 42

2.2 Les mécanismes de la théorie de l'agence ; une explication à la pratique de l'engagement actionnarial 44
3 L'expression des actionnaires sous la forme de la théorie *Exit, Voice and Loyalty* 46
Section 2 L'engagement actionnarial au service de la valeur partenariale . 47
1 La prise en compte de tous les acteurs dans la théorie des parties prenantes 48
2 L'engagement actionnarial dans une perspective de valeur partenarial maximaliste. 49
3 Les théories partenariales minimalistes 51
3.1 Une évolution des théories contractualistes avec la théorie sociale de l'agence 52
3.2 Un modèle multiple décrit par la théorie néo-institutionnelle 53

2 L'écosystème français 57
Section 1 Le contexte institutionnel de l'engagement actionnarial 57
1 Les incitations en faveur des démarches environnementales, sociales et de gouvernance 58
1.1 Une démarche "responsable" des acteurs économiques au travers des réglementations sur la responsabilité sociale des entreprises et sur l'investissement socialement responsable 58
1.2 La divulgation des informations extra-financières 60
2 Les réglementations liées à l'exercice de la démocratie actionnariale 65
2.1 Les réglementations relatives à l'exercice du droit des votes des actionnaires en assemblées générales. 67
2.2 Les réglementations relatives au dépôt de résolution externe 68
Section 2 Les acteurs de l'engagement actionnarial en France 70
1 Les actionnaires 70
1.1 Les investisseurs institutionnels 71
1.1.1 Les fonds de retraites et fonds de pensions 74
1.1.2 Les banques et compagnies d'assurances 75
1.1.3 Les sociétés de gestion 76
1.2 Les autres actionnaires 77
1.2.1 L'état actionnaire 77
1.2.2 Les salariés actionnaires 80
1.2.3 Les Organisations Non Gouvernementales actionnaires 81

1.2.4 Les coalitions d'actionnaires 81
2 Les acteurs « indirects » de l'engagement actionnarial 82
2.1 Les sociétés de conseils 82
2.2 Les agences de notation sociétales 84
2.3 Les médias et médias spécialisés 86
2.4 Les Organisations Non Gouvernementales 87

3 Structure de la recherche 92
Section 1 L'engagement actionnarial : une stratégie d'investissement socialement responsable 93
1 Évolution de l'intérêt de la recherche pour l'investissement socialement responsable et l'engagement actionnarial 96
2 De l'activisme actionnarial à l'engagement actionnarial 99
3 La montée en puissance de l'engagement actionnarial dans la littérature académique 103
Section 2 Questions de recherche 110
1 Positionnement de l'engagement actionnarial dans un contexte historique 110
2 L'engagement actionnarial : freins et leviers d'action dans un contexte français 111
3 Rôle des organisations non gouvernementales dans l'engagement actionnarial 112
Section 3 Articulation et méthodologie de la recherche 113
1 Le choix des entretiens semi-directifs pour les données primaires . 114
2 Les guides d'entretien 116
2.1 Le guide d'entretien à destination des investisseurs institutionnels 116
2.2 Le guide d'entretien à destination des organisations non gouvernementales 119
3 Les échantillons et conduites des entretiens 120
4 L'analyse des données primaires 124
5 Les limites méthodologiques 126

Partie 2 : Trois essais sur l'engagement actionnarial 130

4 Étude historique des stratégies d'investissement socialement responsable et naissance de l'engagement actionnarial. [Article 1] 133
Section 1 L'investissement socialement responsable 136

1 L'investissement socialement responsable ; un investissement aux multiples stratégies 136
2 Les origines diverses de l'expansion de l'investissement socialement responsable dans le monde 139
2.1 L'émergence dans des environnements culturels fortement marqués par la religion 139
2.2 Les fonds éthiques 140
Section 2 L'engagement actionnarial ; seule stratégie d'investissement socialement responsable post-investissement 143
1 Activisme ou engagement actionnarial : une confusion dans la littérature 144
2 L'essor de l'engagement actionnarial durant le 20e siècle dans le monde 145
2.1 La période 1920-1940 : l'entre-deux-guerres marqué par le krach de 29. 145
2.2 La période 1960 – 1970 : les mouvements sociaux dans un monde en quête de justice et d'équité. 146
2.3 La période 1980 – 2000 : la médiatisation et les premières coalitions 147
2.4 La période 2000 à ce jour : une prise de conscience collective 148
Section 3 L'engagement actionnarial dans une perspective française 149
1 Une forme de mimétisme dans l'émergence 150
2 L'environnement français de l'engagement actionnarial 151
3 Le droit des actionnaires en France 152

5 Quelles sont les incitations à l'engagement actionnarial. Une étude exploratoire des acteurs de l'écosystème français. [Article 2] 156
Section 1 Les facteurs influençant le comportement de l'actionnaire vis-à-vis des capitaux qu'il détient 159
1 L'activisme actionnarial : l'action collective au service de l'enrichissement de l'actionnaire 159
2 L'engagement actionnarial au service de la valeur partenariale . . . 161
Section 2 Analyse exploratoire de l'écosystème de l'engagement actionnarial entourant les sociétés cotées sur le marché français 165
1 Spécificités du contexte français 165
1.1 Les origines historiques de l'engagement actionnarial . . . 165
2 Contexte légal de l'engagement actionnarial en France 166
3 Les méthodes du processus d'engagement actionnarial 169

4 L'analyse de contenu du discours des acteurs de l'engagement actionnarial 171
4.1 La démarche générale 171
4.2 Les thématiques issues de l'analyse de contenu 174
4.2.1 La terminologie utilisée par les répondants : engagement actionnarial ou activisme actionnarial ? 174
4.2.2 Le dialogue avec le management, pratique privilégiée par les actionnaires 175
4.2.3 Politique de vote et utilisation d'une agence de conseil de vote (proxy-advisor) 175
4.2.4 L'utilisation des médias dans la confrontation . . 176
4.2.5 Les motivations à l'engagement environnemental, social et de gouvernance 176
4.2.6 Les freins à l'engagement 177
4.3 Représentation de l'écosystème et propositions d'amélioration 177
Section 3 Analyses complémentaires de l'article 180
1 Le processus d'engagement actionnarial 180
2 Les acteurs externes 184
2.1 Le recours et l'utilisation par les investisseurs des agences de notations sociétale 185
2.2 Le rôle des coalitions d'actionnaires dans l'engagement actionnarial 185
3 Les thématiques de l'engagement actionnarial 186
4 Levier pour une démarche d'engagement actionnarial réussi 187
4.1 La connaissance du sujet 187
4.2 La « force » et la crédibilité 188
5 Les acteurs 189

6 Le rôle des organisations non gouvernementales dans la pratique de l'engagement actionnarial en France. [Article 3] 191
Section 1 La pratique de l'engagement actionnarial en France : État des lieux. 194
Section 2 Les théories explicatives du phénomène d'engagement actionnarial 196
1 Les organisations non gouvernementales véritables parties prenantes de l'engagement actionnarial 196
2 L'apport et l'influence des organisations non gouvernementales dans les changements isomorphiques. 198

Section 3 Recherche 199
1 Méthodologie de la recherche et étude de cas 199
2 La participation des organisations non gouvernementales à l'écosystème de l'engagement actionnarial en France 201
2.1 Une difficulté de positionnements des organisations non gouvernementales en acteur de l'engagement actionnarial aux origines multiples 201
2.1.1 L'identité 201
2.1.2 Le financement 202
2.1.3 La communication 202
2.1.4 Vision de l'engagement actionnarial 203
2.2 Une pratique de l'engagement actionnarial à la fois différente et similaire aux autres acteurs «traditionnels» 204
2.2.1 Les pratiques des organisations non gouvernementales 204
2.2.2 Le réseau 206
2.2.3 La cible 207
2.2.4 L'impact 209
Section 4 Annexe de l'article 213

Conclusion **216**
Contributions générales de nos travaux 217
Limites et perspectives de la recherche 220
Conclusion générale et préconisation 222

Table des figures

1 Plan de thèse 6
2 Les modes d'action à disposition des actionnaires 31
3 Structure de la partie 1 35

1.1 Schéma des théories de la gouvernance, adapté de Grand et Grill (2020) 37
1.2 Les droits des propriétaires individuels selon Gomez et Favereau (1996) 41
1.3 Les théories retenues pour l'étude de l'engagement actionnarial 55

2.1 Les acteurs de l'engagement actionnarial en France 71
2.2 Classification des Investisseurs en France 73
2.3 Principales participations de l'état au 31/12/2020 79
2.4 Schéma présentant la construction de la notation par les agences de notation sociétales, basé sur Lavaine (2020) 85
2.5 Les réglementations 89
2.6 Les acteurs de l'engagement actionnarial en France 90

3.1 Nombre d'articles par mots-clé et par années 94
3.2 Croissance annuelle des publications de l'ISR (BDD1) 97
3.3 Évolution des mots clés utilisés par les auteurs (BDD2) 100
3.4 Thématique de recherche (BDD2) 102
3.5 Croissance annuelle des publications de l'engagement actionnarial (BDD3) 104
3.6 Évolution des mots clés utilisés par les auteurs (BDD3) 106
3.7 Évolution des mots clés utilisés par les auteurs (BDD3) 108
3.8 Méthodologie de la recherche 113
3.9 L'échantillon des répondants 124
3.10 Structure de la recherche 129
3.11 Structure de la partie 2 132

4.1 Liens entre les notions d'ISR, RSE et ESG 138

5.1 Processus de dépôt de résolution 170
5.2 Schéma d'un processus d'engagement actionnarial, créé à partir d'entretiens réalisés en juillet 2020 182

Trois essais sur l'engagement actionnarial : contribution à la compréhension des origines, des pratiques et des acteurs dans le contexte français Carol-Anne Loher-Delalune 2023

5.3 Éléments regroupés par similarité d'encodage 189
5.4 Éléments regroupés par similarité de mot 190

6.1 Apport des ONG à la pratique de l'engagement actionnariale en France et résultat. 205
6.2 Liens et rôles des ONG dans l'écosystème de l'engagement actionnarial français 215
6.3 Contributions, limites et perspectives de la thèse 223

Liste des tableaux

1 Liste des enjeux ESG potentiels (traduction libre de Grim et Berkowitz Grim et Berkowitz, 2020) 14

2.1 Liste d'informations sociales à incorporer au rapport annuel en vertu du décret d'application de la loi Grenelle II de 2012 62
2.2 Liste d'informations environnementales à incorporer au rapport annuel en vertu du décret d'application de la loi Grenelle II de 2012 63
2.3 Liste d'informations relatives aux engagements sociétaux en faveur du développement durable à incorporer au rapport annuel en vertu du décret d'application de la loi Grenelle II de 2012. 64

3.1 Échantillon : Répondants et statistiques des entretiens. 123

4.1 Les différentes stratégies d'ISR 137
4.2 Chronologie des fonds éthiques et de l'engagement actionnarial 155

5.1 Les sujets d'engagements des actionnaires dans les AGA aux États-Unis (traduction libre de Barko et al. Barko et al., 2021) 163
5.2 Réglementation entourant l'engagement actionnarial 167
5.3 Échantillon des répondants 173
5.4 Les différents modes d'engagement actionnarial utilisés par les investisseurs 181
5.5 Les acteurs externes évoqués par les investisseurs 184
5.6 Les thématiques d'engagement actionnarial évoquées par les investisseurs 186
5.7 Les sujets d'engagements des investisseurs en France (sur le modèle de 2021) 187

6.1 Échantillon des ONG répondantes 200

Liste des sigles

ADAM . . Association pour la Défense des Actionnaires Minoritaires
AF2I . . . Association Française des Investisseurs Institutionnels
AFC . . . . Association Francophone de Comptabilité
AFG . . . . Association Française de la Gestion financière
AG . . . . . Assemblées Générales
AIGCC . . Asia Investor Group on Climate Change
AMF . . . Autorité des Marchés Financiers
CA . . . . . Conseil d'Administration
CIG . . . . Conférence International de Gouvernance
CERES . . Coalition for Environmentally Responsible Economies
CNRS . . . Centre National de la Recherche Scientifique
ERAFP . . Établissement de Retraite Additionnelle pour la Fonction Publique
ESG . . . . Environnemental, Social et de Gouvernance
FCPE . . . Fonds Commun de Placements des Entreprises
FIR . . . . Forum pour l'Investissement Responsable
FRI . . . . Fonds d'Investissements Religieux
FRR . . . . Fonds de Réserve pour les Retraites
GCCM . . Global Catholique Climate Movement
GIEC . . . Groupe d'experts Intergouvernemental sur l'Evolution du Climat
GSIA . . . Global Sustainable Investment Alliance
ICCR . . . Interfaith Center on Corporate Responsibility
IGCC . . . Investor Group on Climate Change
IIGCC . . Institutional Investors Group on Climate Change
ISR . . . . Investissement Socialement Responsable
LTECV . . Loi de Transition Énergétique pour la Croissance Verte
NAIC . . . National Association of Investors Corporation
NCII . . . National Council of Individual Investors
NRE . . . . Nouvelles Régulations Économiques (loi)
ONG . . . Organisation Non Gouvernementale
OPA . . . . Offre Publique d'Achat
OPCVM . Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
ORSE . . . Observatoire de la Responsabilité Sociétale des Entreprises

PACTE . . Plan d'Action pour la Croissance et la Transformation des Entreprises (loi)

PER . . . . Plan Épargne Retraite

PRI . . . . Principes pour l'Investissement Responsable

RFA . . . . Réseau Financement Alternatif

RFG . . . . Revue Française de Gestion

RIA . . . . Responsible Investment Association of Canada

RIAA . . . Responsible Investment Association Australasia

RIODD . . Réseau International de Recherche sur les Organisations et le Développement Durable

RSE . . . . Responsabilité Sociétale des Entreprises

SEC . . . . Securities and Exchange Commission

SIF . . . . Sustainable Investment and Finance

SOX . . . . Sarbannes Oxley (loi)

TCFD . . . Task Force on Climate Related

UE . . . . . Union Européenne

USA . . . . United Shareholders Association

VBDO . . Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling (Association hollandaise pour l'investissement responsable)

WBCSD . World Business Council for Sustainable Development

Introduction

« *La chose la plus difficile est la décision d'agir, le reste est simplement de la ténacité* ». **Amélia Earhart**

« *Mais si, aujourd'hui comme alors, une minorité active se dresse, cela suffira, nous aurons le levain pour que la pâte lève* ». Stéphane Hessel nous transmet dans son livre « *Indignez-vous* » (Hessel, 2011), une recette pour le changement.

Cette citation est-elle applicable à tous les domaines ? La finance, par exemple ? Cette minorité active pourrait-elle se traduire par des actions, engagements, de la part d'actionnaires minoritaires dans les entreprises cotées en bourse et sur des sujets extra-financiers ? Si l'on en croit quelques cas récents, on pourrait être tenté de répondre par l'affirmative [1].

Les crises financières, économiques et sociales des dernières années ont mis en avant des problématiques telles que l'éthique des entreprises (Scandale Enron ou Worldcom aux États-Unis au début des années 2000), les conditions de travail (Accident du Rana Plaza en Inde en 2013), ou encore les émissions de CO2 et autres pollutions environnementales (Projet d'oléoduc -Eacop- de Total en 2022).

1. Le 30 mai 2017, les actionnaires d'ExxonMobil ont notamment réussi à faire adopter une résolution concernant la transparence environnementale de la société. Cette résolution impose au dirigeant d'Exxon une communication accrue de leur politique stratégique particulièrement sur les aspects écologiques.
www.lemonde.fr/planete/article/2017/05/31/climat-exxonmobil-contraint-a-la-transparence-par-ses-actionnaires_5136820_3244.html
www.lepoint.fr/economie/exxonmobil-passe-un-nouveau-test-sur-le-climat-31-05-2017-2131610_28.php
www.novethic.fr/actualite/gouvernance-dentreprise/engagement-actionnarial/isr-rse/assemblee-generale-les-petroliers-sous-le-feu-des-investisseurs-engages-147263.html.
Consultation actualisée en date du 26/10/2022

Ces préoccupations sociétales sont de plus en plus prises en compte par les entreprises, notamment sous la pression de leurs actionnaires. Ainsi, à la fin de l'année 2018, le groupe Pernod-Ricard est attaqué par le fonds activiste Elliott [2]. Ce dernier reproche, outre des résultats financiers jugés trop faibles, une mauvaise gouvernance d'entreprise. Le fonds Elliott dénonce un manque de diversité au sein du conseil d'administration (CA), des droits de vote double (renforçant les actionnaires majoritaires et de long terme et limitant les démarches de nouveaux actionnaires minoritaires), un cumul de fonctions par Alexandre Ricard, ainsi qu'une trop faible prise en considération de l'intérêt de l'intégralité des parties prenantes. L'annonce, par communiqué de presse, d'une détention par le fonds Elliott de 2,5% du capital social de l'entreprise Pernod-Ricard a suffi pour déclencher l'ouverture de dialogues entre les deux protagonistes [3]. Ces discussions ont abouti, en un mois à peine, à une révision du système de gouvernance et une démission du directeur général du groupe. Le fonds Elliott s'est, par la suite, concentré sur d'autres entreprises dont notamment Twitter. Leur volonté était de proposer une nouvelle gouvernance et de s'opposer à Jack Dorsey, président-directeur général de Twitter, société dans laquelle le fonds a acquis des parts à hauteur d'un milliard de dollars. Cette campagne débutée en février 2020 s'est soldée par une sortie du fonds du capital au second trimestre de l'année 2022 consécutivement à l'annonce de volonté d'achat de l'entreprise par Elon Musk [4].

Dans les problématiques liées aux scandales environnementaux, Gomez [5] faisait déjà, il y a plus de dix ans, une analyse de l'explosion de la plateforme British Pétroleum (BP) [6] dans le golfe du Mexique. Il analysait et détaillait les niveaux de responsabilités ayant conduit à cette catastrophe connue sous le nom de « catastrophe pétrolière Deepwater » et ayant conduit au décès de onze salariés. Il insistait notamment sur le fait que « *ni les salariés, ni les retraités, ni les clients ne sont représentés au conseil d'administration* ». Il y dénonçait également la non-présence d'analystes ou de spécialistes de l'environnement au sein de l'entreprise.

2. Communication d'Elliott Management : www.businesswire.com/news/home/20181211005870/fr/ Consultation actualisée en date du 26/10/2022.

3. www.pernod-ricard.com/fr/media/pernod-ricard-repond-la-communication-d-elliott-management. Consultation actualisée en date du 26/10/2022

4. www.reuters.com/markets/deals/elliott-exited-twitter-during-second-quarter-amid-takeover-frenzy-filings-show-2022-08-16/.
Consultation actualisée en date du 26/10/2022.

5. www.lemonde.fr/economie/article/2010/06/21/maree-noire-pour-les-firmes-multinationales-par-pierre-yves-gomez_1376019_3234.html. Consultation réactualisée en date du 24/10/2022.

6. Beyond Petroleum est une entreprise de recherche, d'extraction, de raffinage et de vente de pétrole.

Novethic développe les conséquences de ce scandale [7] qui ont permis d'aboutir à l'adoption, lors de l'Assemblée Générale (AG) de 2015, d'une résolution externe déposée par des actionnaires minoritaires en faveur de la prise en compte du risque carbone dans les prévisions de rentabilité financière du groupe. Cette résolution a été portée par l'Organisation Non Gouvernementale (ONG) ShareAction [8] et fut soutenue par les investisseurs institutionnels de l'entreprise comme la banque BNP Paribas, le fonds souverain norvégien [9] et le fonds de pension américain CalPers. La direction de BP a finalement soutenu la résolution externe lors de l'ouverture de l'AG. Ce soutien a permis une adoption de la résolution à hauteur de 98.28% des voix des actionnaires.

Cet exemple souligne l'importance d'acteurs comme les ONG dans la pratique de l'engagement actionnarial et témoigne de la diversité des modalités d'actions à disposition de ceux-ci. En effet, au-delà de la simple résolution externe, des dialogues avaient été engagés avec l'entreprise. Ils ont permis d'arriver à un consensus et à un soutien de la résolution par la direction elle-même. De plus, la menace et la peur du désinvestissement de gérants d'actifs financiers importants a eu un impact sur la tenue de l'engagement pris par BP.

Soulignons que cette pratique d'engagement actionnarial est considérée comme « *prometteuse* pour l'ISR » (Novethic, 2011). Elle tend à être reconnue, étant donné que depuis 2011, Novethic attribue un label « ISR Mention Engagement » au gérant du fonds le plus actif dans sa politique d'engagement.

Les thématiques climatiques sont devenues prégnantes dans le paysage de l'ISR et de l'engagement actionnarial. En janvier 2020, BlackRock, le plus gros gestionnaire d'actifs au monde, s'est rallié à la coalition *Climate Action 100+* regroupant plus de 370 investisseurs mondiaux. Cette coalition a pour but de contraindre les entreprises polluantes à une prise de conscience et un changement face à l'urgence climatique. En France, une dizaine de sociétés auraient été la cible de fonds activistes lors de campagnes publiques sur l'année 2017.

7. www.novethic.fr/actualite/gouvernance-dentreprise/engagement-actionnarial/isr-rse/les-actionnaires-de-bp-votent-en-faveur-de-l-evaluation-du-risque-carbone-143233.html. Consultation réactualisée en date du 22/10/2022

8. L'ONG ShareAction a été fondée en 2005 et a pour objectif la promotion de l'investissement responsable

9. Government Pension Fund-Norway

Ce chiffre continue sa hausse, estimée à environ +20% par an entre 2014 et 2017 [10]. Jehanne Leroy, la responsable des recherches de Proxinvest, une société française de conseil de vote pour les investisseurs, remarque d'ailleurs que : « *La contestation est au plus haut depuis vingt ans* ». Dans leur rapport, publié début 2018 et concernant les activités de l'année 2017, Proxinvest constate un nombre en augmentation tant pour les résolutions internes rejetées en assemblée (85 contre 56 en 2016) que pour le nombre de résolutions externes déposées par les actionnaires minoritaires et inscrites à l'ordre du jour (73 contre 45 en 2016).

En revanche, toutes ces actions ne sont pas nécessairement tournées sur des questions environnementales ou sociales. On peut prendre l'exemple des actions contre Nestlé qui n'avaient pour but que de dénoncer une sous-performance en termes de versement des dividendes et qui n'entrent donc pas dans notre cadre d'analyse. En contre-exemple, dans une thématique sociale, en 2018, les actionnaires de Disney n'ont pas hésité à rejeter la politique de rémunération du dirigeant Bob Iger [11] afin de déclencher un débat sur les salaires de l'ensemble des collaborateurs pratiqués au sein du groupe. Ce vote s'était assorti d'une grève parmi les salariés au sein du parc Disneyland Resort de Californie [12].

Ces prises de position par divers actionnaires permettent de mettre sur le devant de la scène de nouveaux questionnements concernant notamment l'environnement, les conditions sociales ou encore la gouvernance des entreprises. Des actionnaires que l'on qualifie d'« engagés », s'emparent de ces questionnements avec l'intégration des critères Environnemental Social Gouvernance (ESG) dans leurs prises de positions (Novethic, 2018). Ces exemples illustrent ce que l'on qualifie d'engagement actionnarial.

La différence entre l'activisme actionnarial à visée plutôt financière et l'engagement actionnarial est précisée par Loubières (2014). Selon cet auteur, « *il s'agit d'une démarche par laquelle les actionnaires cherchent à influencer les pratiques d'une entreprise par le biais de déclarations publiques, d'un dialogue régulier avec les instances de direction, du dépôt de résolutions à l'ordre du jour des assemblées générales et par l'exercice actif de leur droit de vote* ». Novethic précise que « *c'est le fait pour un actionnaire d'intervenir dans les assemblées*

10. Source Novethic
11. www.reuters.com/article/disney-ag-remuneration-idFRKCN1GK2W4-OFRBS.
Consultation actualisée en date du 26/10/2022.
12. nvo.fr/greve-pour-les-salaires-chez-disney-californie/
Consultation actualisée en date du 26/10/2022.

générales pour interpeller les dirigeants sur les pratiques peu transparentes ou éthiquement contestables des entreprises qu'ils financent »[13]. Pour synthétiser, nous pouvons retenir que l'engagement actionnarial se définit comme un ensemble de pratiques et mécanismes mis en œuvre par des actionnaires afin d'évoquer des questions portant sur des critères extra-financiers (Charléty, 2018).

Notre objectif est de pouvoir mieux comprendre les raisons expliquant le développement et la pratique de l'engagement actionnarial dans un contexte français. Ce contexte se caractérise par un système législatif plus contraignant que dans les pays fonctionnant avec un système juridique de *common law*[14]. Cette particularité se retrouve sur le volet de la démocratie actionnariale et place la France comme précurseur en matière de communication extra-financière. L'essor, en contexte français, est plus récent suite à une dispersion de l'actionnariat plus tardive, l'État ayant été un actionnaire majoritaire dans nombre de grandes entreprises jusque dans les années 80 (Finet et Kristoforidis, 2021).

L'engagement actionnarial étant encore en construction dans le contexte français, nous avons voulu nous interroger sur ses racines autant que sur sa pratique actuelle, nous amenant à formaliser la problématique suivante :

Quelle est l'évolution de l'engagement actionnarial en France, ses acteurs, ses leviers et ses freins ?

Afin de répondre à cette problématique nous adopterons un plan en deux parties.

Premièrement, après avoir défini l'engagement actionnarial, ses acteurs et modes d'actions, nous ancrerons cette pratique dans un cadre réglementaire et théorique. Puis nous effectuerons un état des lieux de la littérature académique afin de justifier l'émergence de notre sujet ainsi que notre méthodologie de recherche.

Deuxièmement, nous apporterons trois essais contributifs à : l'historique et le développement de l'engagement actionnarial en France, les déterminants (freins et leviers en particulier) de cette pratique, ainsi qu'une focalisation sur le rôle multiple des ONG au sein de cet écosystème.

13. Lexique Novethic : www.novethic.fr/lexique/detail/engagement-actionnarial.html. Dernière consultation le 11/01/2021.

14. La *common law* est un système juridique se basant principalement sur la jurisprudence. Elle est opposée au système civiliste dans lequel la principale source de droit provient de la législation écrite.

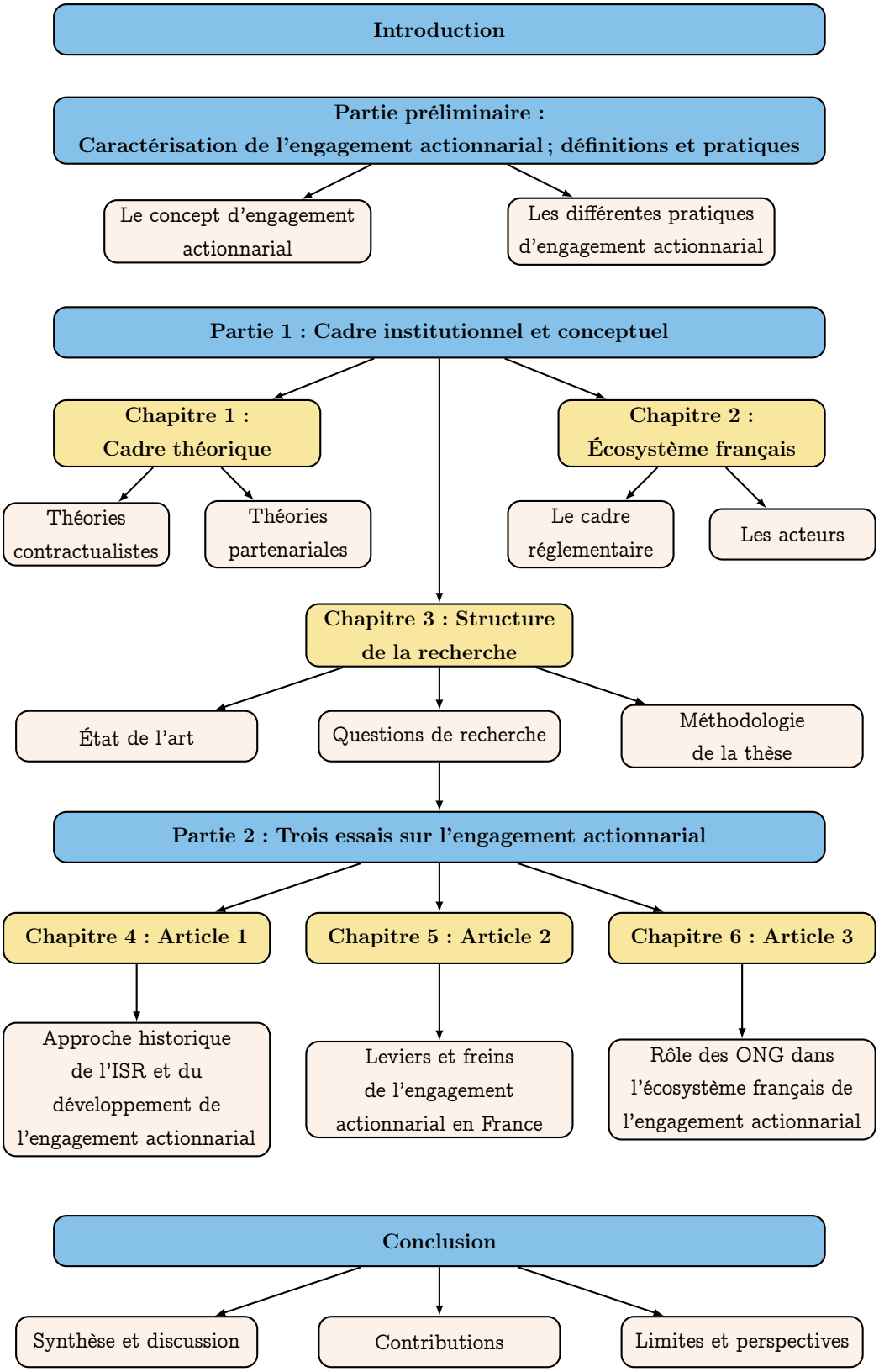


FIGURE 1 – Plan de thèse

Notre premier essai permet de définir et positionner l'engagement actionnarial dans l'environnement complexe que sont la Responsabilité Sociétale des Entreprises (RSE) et l'Investissement Socialement Responsable (ISR). Ce travail illustre l'impact des déterminants religieux et culturels dans l'émergence de l'engagement actionnarial, qui s'inscrit comme l'une des stratégies de l'ISR. Il retrace également le contexte historique de de développement de l'engagement actionnarial dans le monde et en France en effectuant un parallèle entre les contextes.

Notre second essai étudie l'écosystème de l'engagement actionnarial et identifie les leviers et freins à sa pratique en France. Il souligne le rôle des fonds d'investissement universels et permet d'identifier un ancrage théorique dans la théorie de l'agence par le principal frein identifié comme étant les coûts d'agence.

Enfin, le dernier essai s'intéresse à un acteur sous-étudié dans la recherche académique et remplissant plusieurs rôles : les ONG. Nous mettons en avant leurs rôles comme acteurs de l'engagement actionnarial effectuant une variété de missions bénéfiques à l'ensemble de l'écosystème. Nous identifions ses rôles et les liens entre les ONG et les autres acteurs de l'engagement actionnarial en France.

Partie préliminaire : L'engagement actionnarial ; définitions et pratiques

L'engagement actionnarial se développe depuis quelques décennies et reste intrinsèquement lié à l'activisme actionnarial dans la littérature. Les deux termes sont parfois utilisés conjointement. L'un des apports que nous souhaitons réaliser dans cette partie préliminaire est une définition précise de ces termes afin de les distinguer dans la suite de nos travaux. Nous souhaitons également présenter l'ancrage de l'engagement actionnarial dans la pratique de l'investissement socialement responsable (Section 1).

Dans un second temps, nous nous attarderons à présenter l'éventail des pratiques d'engagement actionnarial dont disposent les actionnaires. Si celles-ci sont comparables dans leurs démarches au niveau international, leurs mises en pratique présentent des différences contextuelles en France (Section 2).

Section 1 Le concept d'engagement actionnarial

Le Forum pour l'Investissement Responsable (FIR) définit les stratégies de l'ISR comme : « *un placement qui vise à concilier performance économique et impact social et environnemental, en finançant les entreprises et les entités publiques qui contribuent au développement durable, quel que soit leur secteur d'activité* ».

Par ailleurs, le gouvernement français établit trois formes de stratégies d'ISR principales [15] parmi lesquelles nous retrouvons l'engagement actionnarial (assimilé et présenté avec l'activisme actionnarial) :

1. Les fonds socialement responsables ou de développement durable ;
2. Les fonds d'exclusion (ou placement éthique) ;
3. L'engagement actionnarial ou activisme actionnarial.

L'inclusion de l'activisme actionnarial (avant la distinction entre activisme actionnarial et engagement actionnarial) comme étant une stratégie d'ISR est énoncé dans la définition proposée par Loubières (2014) : « *l'activisme actionnarial est une composante de l'investissement responsable. Il incarne un contact direct avec l'entreprise, dans le prolongement des techniques de sélection des titres en portefeuille* ». Le fait de n'avoir que le terme d'activisme actionnarial dans cette définition illustre l'amalgame qui est parfois observé dans la littérature académique.

Barko et al. (2021) utilise délibérément les termes d'engagement actionnarial et d'activisme actionnarial de manière interchangeable. Or, leurs travaux portent sur les processus liés aux sujets environnementaux et sociaux (et plus rarement de gouvernance).

Dans la suite de ce travail, nous avons choisi d'utiliser le terme d'engagement actionnarial. Ce travail contribuera à distinguer la notion d'activisme actionnarial de celle d'engagement actionnarial.

Avant d'aboutir à une définition de l'engagement actionnarial (3), nous commencerons par caractériser l'activisme actionnarial (1), puis la notion de critères

15. www.economie.gouv.fr/facileco/linvestissement-socialement-responsable
Consulté le 04/09/2022

environnementaux, sociaux et de gouvernance (critères ESG) indispensable dans la distinction des deux termes (2).

1 Définitions de l'activisme actionnarial

L'activisme actionnarial possède de nombreuses définitions dans la littérature. De manière générale, l'activisme actionnarial se définit comme l'expression des actionnaires mécontents de la stratégie d'entreprise dans laquelle ils détiennent des parts sociales. En premier lieu l'activisme actionnarial se définit comme étant l'utilisation par les actionnaires de leur « voix » au sens d'Hirschman (1970). En effet, Hirschman (1970) exprime trois possibilités pour l'actionnaire : se taire et faire preuve ainsi de loyauté (*Loyalty*), sortir du capital de l'entreprise pour preuve de mécontentement (*Exit*) ou s'exprimer (*Voice*). La voix se manifeste par le biais de plusieurs modalités comme le dépôt de résolutions externes, l'utilisation des médias ou encore le vote en AG ordinaire (Gillan et Starks, 1998), sur des sujets allant de la performance financière (Bebchuk et al., 2015) à la gouvernance d'entreprises jusqu'à des problématiques sociales ou environnementales (Goranova & Ryan, 2014).

Longtemps l'apanage des actionnaires isolés, l'activisme actionnarial s'étend désormais aux investisseurs institutionnels (Girard-Guerraud et al., 2022). Girard (2004) définit l'activisme actionnarial comme « *un mécanisme alternatif de contrôle qui contraint la coalition de contrôle à améliorer les mécanismes de gouvernement des entreprises* ». Cette définition est importante dans la compréhension des notions de pouvoir et contre-pouvoir existant au sein d'une entreprise. Nous la compléterons avec celle de Ben Arfa et Labaronne (2016) pour qui l'activisme actionarial serait : « *un processus de contestation long et complexe, formé par des activités d'influence plus ou moins hostiles, initiées par un, voire plusieurs actionnaires minoritaires dans le but de créer de la valeur ajoutée pour les actionnaires* ». Cette seconde définition précise la notion de complexité, de temporalité ou encore la finalité recherchée par l'activisme actionnarial, en se positionnant toutefois dans le cas des *hedge funds* (activisme agressif, hostile au management). Elle ne renseigne toutefois pas sur la nature de la « valeur ajoutée » créée.

Or, dans la suite de nos travaux, la valeur ajoutée permettra de distinguer l'activisme actionnarial de l'engagement actionnarial.

Ainsi, lorsque l'actionnaire cherchera à maximiser la valeur et rentabilité financière, nous parlerons, dans la suite de cette thèse, de valeur actionnariale entrant dans le champ de l'activisme actionnarial. Tandis que, dans le cas où l'actionnaire se concentrera sur les critères ESG, nous parlerons d'une démarche d'engagement actionnarial. C'est pourquoi nous nous attarderons dans la partie suivante sur la définition des critères ESG.

2 Distinction entre activisme actionnarial et engagement actionnarial au travers des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance.

Le terme d'activisme actionnarial social est admis dans la littérature comme étant une forme de responsabilisation des actionnaires ayant conduit à l'émergence de l'engagement actionnarial (Belinga, 2018). Ce terme (d'activisme actionnarial social) perdure dans la littérature actuelle et fait l'objet de travaux tels que la revue de la littérature de Goodman et al. (2014). Dans cet article il y a une assimilation des termes : engagement actionnarial (*shareholder engagement*), activisme actionnarial social (*social shareholder activism*) et engagement actionnarial social (*social shareholder engagement*).
En utilisant le terme d'engagement actionnarial social, les auteurs expriment leur souhait de combiner les définitions issues de plusieurs champs de la littérature. Ils définissent ainsi l'engagement actionnarial social comme se focalisant sur les questions ayant trait aux démarches des entreprises en termes de sujets sociaux, environnementaux et éthiques en incluant les questions de gouvernance relatives à la justice sociale (telles que les inégalités salariales). Il est clairement exprimé que toutes questions portant sur une problématique liée à un retour sur investissement ou motivée par un gain financier sont exclues de la définition et du champ de l'engagement actionnarial social.

Cette définition est reprise par Belinga (2018) qui définit l'activisme actionnarial social comme « *intégrant l'éthique aux questionnements des actionnaires via majoritairement le dépôt de résolutions externes lors des assemblées générales et présentant des résultats mitigés et un impact plus symbolique que matériel* ». L'impact énoncé par Belinga provient d'une étude de David et al. (2006) dans laquelle ils étudient et démontrent que les changements consécutifs à une action d'activisme social sont symboliques dans le sens où ils ne démontrent aucun changement

supérieur aux valeurs sociales attendues.

La différence entre l'activisme actionnarial et l'engagement actionnarial est énoncée par Loubières (2014). Selon elle, « *il s'agit d'une démarche par laquelle les actionnaires cherchent à influencer les pratiques d'une entreprise par le biais de déclarations publiques, d'un dialogue régulier avec les instances de direction, du dépôt de résolutions à l'ordre du jour des assemblées générales et par l'exercice actif de leur droit de vote* ». Cette définition ne comporte toujours pas de détails sur les problématiques abordées. Bauer et al. (2022) complètent bien cette définition en confirmant que les actionnaires s'engagent de plus en plus à travers des lettres, des appels, des rencontres, des publications médiatiques, votes ou encore dépôts de résolutions externes mais en précisant qu'ils le font dans le but d'améliorer les pratiques des entreprises sur des sujets ESG. Les modes d'action de l'engagement actionnarial sont ainsi similaires à ceux de l'activisme actionnarial (bien que le dialogue soit fortement privilégié dans le premier cas avant toute démarche publique). La différence se situant alors dans la nature même des sujets abordés ; financiers d'un côté et extra-financiers de l'autre.

L'ébauche des critères ESG, aussi appelés critères extra-financiers, a été énoncée par Kofi Annan [16], lors du pacte mondial des nations unies, en 2004. Il n'incluait cependant que des principes visant à améliorer les pratiques en termes environnementaux et sociaux.

Le pacte mondial présente ses missions et ses principes ainsi [17] :

> Le Pacte mondial des Nations Unies propose un cadre d'engagement universel et volontaire, qui s'articule autour de Dix principes relatifs aux droits humains, aux normes internationales du travail, à l'environnement et à la lutte contre la corruption. Les Dix principes du Pacte mondial des Nations Unies sont issus de la Déclaration universelle des droits de l'homme, la Déclaration de l'Organisation internationale du travail, la Déclaration de Rio sur l'environnement et le développement et la Convention des Nations Unies contre la corruption.

16. Il exerçait alors la fonction de secrétaire générale des Nations Unies
17. pactemondial.org/decouvrir/dix-principes-pacte-mondial-nations-unies

Consulté le 15/10/2022

Les dix principes du *global compact* des nations unies sont catégorisées en quatre catégories comme suit [18] :

1 - Droits de l'homme

— Promouvoir et respecter la protection du droit international relatif aux Droits de l'Homme
— Veiller à ne pas se rendre complices des violations des Droits de l'Homme

2 - Normes internationales du travail

— Respecter la liberté d'association et reconnaître le droit de négociation collective
— Contribuer à l'élimination de toutes les formes de travail forcé ou obligatoire
— Contribuer à l'abolition effective du travail des enfants
— Contribuer à l'élimination de toute discrimination en matière d'emploi

3 - Environnement

— Appliquer l'approche de précaution face aux problèmes touchant à l'environnement
— Prendre des initiatives tendant à promouvoir une plus grande responsabilité en matière d'environnement
— Favoriser la mise au point et la diffusion de technologies respectueuses de l'environnement

4 - Lutte contre la corruption

— Agir contre la corruption sous toutes ses formes y compris l'extorsion de fonds et les pots-de-vin

Ces dix principes ont été étendus et transformés en dix-sept Objectifs de Développement Durable (ODD) en 2015. Nous reviendrons sur ces objectifs dans le Chapitre 2 Section 1.

Les critères ESG reprennent un grand nombre de ces principes et sujets (tels que les droits de l'Homme, les pratiques anti-corruption, les conditions de travail, la pollution...) regroupés en trois grands critères. En 2020, le fonds d'investissement Vanguard établit un tableau regroupant sous les trois critères ESG une liste de sujets

18. pactemondial.org/decouvrir/dix-principes-pacte-mondial-nations-unies Consulté le 15/10/2022

potentiels, nous en faisons ici une reproduction traduite dans le tableau suivant.

Critère Environnemental	
Sujets énergétiques	Qualité de l'air et émission, énergies renouvelables, énergies fossiles, gaspillage énergétique.
Santé Sécurité	Santé et sécurité au travail, utilisation de matières dangereuses, santé et sécurité de la communauté.
Protection environnementale	Protection de la biodiversité, contamination des sols, protection des ressources naturelles, gestion des déchets, gestion et recyclage de l'eau.
Critère Social	
Droits de l'Homme et éthique	Tests sur les animaux, confidentialité des clients, droits de l'homme, égalité hommes/femmes et des minorités, égalité salariale, droit syndical,
Valeurs religieuses	Casinos et jeux d'argents, pornographie et service de divertissement pour adultes, production et vente de pilule contraceptive et abortive, production et vente d'armes.
Santé publique	Accès aux médicaments, alcool, obésité, tabac, drogues, mal-logement.
Critère Gouvernance	
Gouvernance d'entreprise	Rémunération des dirigeants, indépendance de l'auditeur, indépendance et diversité du CA, droits des actionnaires.
Gestion et rapports	Respect du droit de la concurrence, fraude à la consommation, pilotage de la stratégie, vision court terme, transparence sur les risques, transparence des rapports.

TABLE 1 – Liste des enjeux ESG potentiels (traduction libre de Grim et Berkowitz 2020)

Les critères ESG sont essentiels dans la démarche d'évaluation des stratégies d'entreprises en matière de pratiques responsables. De plus certaines études Knoepfel, 2004 tendent à montrer que l'intégration des critères ESG améliore la performance financière des entreprises. Toutefois, Feo (2021) pointe le manque de transparence des méthodologies employées par les agences de notation sociétale, tandis que d'autres auteurs dénoncent l'absence de standardisation dans les systèmes de classification d'actifs financiers (incluant ou non les critères ESG et pouvant être considérés ou non comme investissement socialement responsable) (Widyawati, 2020).

Les effets positifs de l'intégration des critères ESG sur les performances des entreprises ont été montrés par de nombreuses études (Dimson et al., 2015 ; Kölbel et al., 2020 ; Barko et al., 2021). Bauer et al. (2022) montrent également l'impact positif d'un engagement actionnarial sur les cours d'actions en fonction des trois critères ESG (+2.4% sur les critères environnementaux, +6% sur les critères sociaux

et +2.3% sur les critères de gouvernance).

3 Définitions et principes de l'engagement actionnarial

L'amalgame parfois opéré entre l'activisme actionnarial et l'engagement actionnarial conduit à un manque d'accord dans la définition des deux termes parmi les auteurs dans la littérature académique (Vandekerckhove et al., 2007 ; Goldstein, 2011). Toutefois, deux éléments semblent faire consensus.
Premièrement, l'engagement actionnarial se démarque de l'activisme actionnarial par la prise en compte de problématiques environnementales, sociales (Goldstein, 2011) et de gouvernance. Ainsi l'engagement actionnarial se situe dans une recherche de responsabilité sociale de l'entreprise plutôt que dans une recherche d'efficience économique (Clark et al., 2008).
Deuxièmement, l'engagement actionnarial connaît un fort développement entraînant une augmentation de la fréquence de pratique et une plus grande diversité de sujets abordés (Goldstein, 2011).

L'un des textes fondateurs de l'engagement actionnarial est le *Stewardship Code* Anglais [19]. Ce code définit l'engagement actionnarial comme *« une action volontaire qui vise à entrer en relation avec une partie ou à se saisir d'un sujet en particulier ».* Belinga (2018) propose une définition basée sur ce code mais plus étendue : « *Nous entendons dorénavant par engagement actionnarial toute forme d'implication des actionnaires dans la gouvernance d'entreprise. Cela comprend ainsi les différentes manières dont un actionnaire peut faire usage de ses moyens d'action* ». Ces définitions n'incluent toutefois aucun élément sur la nature des sujets, ni sur les modalités d'actions et restent très générales.

Plusieurs autres définitions de l'engagement actionnarial ont été énoncées aussi bien par les organismes reconnus comme le média *Novethic* ou le *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA) [20] que dans la littérature. Si Vandekerckhove et al.

19. Le *Stewardship Code*, lancé au Royaume-Uni en 2010, est un code exigeant des investisseurs institutionnels une meilleure qualité d'engagement passant par plus de transparence dans leurs processus d'investissement, de dialogues avec les entreprises dans lesquelles ils investissent et l'exercice de leur droit de vote aux assemblées générales.

20. Organisation pour la promotion des investissements durables. Le GSIA regroupe six associations régionales d'investissement durables situées aux États-Unis (SIF : *Sustainable Investment and Finance*), en Europe (Eurosif), en Asie australe (RIAA : *Responsible Investment Association Australasia*), au Royaume-Uni (UKSIF), au Canada (RIA : *Responsible Investment Association*)

(2007) font une définition très succincte de l'engagement actionnarial, celle-ci permet toutefois de relier l'engagement à l'ISR en expliquant que « *le processus d'engagement est une tentative pour induire un comportement socialement responsable au sein des entreprises* » (traduction libre). Novethic confirme cette inclusion de l'engagement actionnarial au sein de l'ISR en offrant une définition plus complète et précisant les sujets d'engagements : « *l'engagement actionnarial est le fait pour un actionnaire d'intervenir dans les assemblées générales pour interpeller les dirigeants sur les pratiques peu transparentes ou éthiquement contestables des entreprises qu'ils financent. Ainsi, les actionnaires peuvent pousser les entreprises à améliorer leurs pratiques dans le domaine Environnemental, Social et de Gouvernance (ESG), cette approche est liée à l'ISR* ». Le GSIA complète cette définition par l'inclusion, en 2018 [21], des modalités d'actions de l'engagement actionnarial comme étant *« l'utilisation du pouvoir des actionnaires pour influencer le comportement de l'entreprise, y compris par l'engagement direct avec l'entreprise (c'est-à-dire en communiquant avec les directions et/ou les conseils d'administration des entreprises), en déposant des propositions d'actionnaires (résolutions externes), et en votant par procuration selon des directives ESG* ».

D'autres auteurs, anglophones, proposent une définition très proche de celle du GSIA et extrêmement complète : « *l'engagement actionnarial se rapporte au processus par lequel les actionnaires tentent de modifier les comportements, pratiques, stratégies des entreprises sur les domaines environnementaux, sociaux et de gouvernance en employant un vaste panel de stratégies incluant les lettres, le dialogue privé et les dépôts de résolutions externes* » (traduction libre de Beccarini et al., 2022 [22]).

et en Hollande (VBDO : *Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling* (Association hollandaise pour l'investissement responsable))

21. Traduction libre du rapport (page 7) : www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/06/GSIR_Review2018F.pdf. Consultation actualisée en date du 29/10/2022.

22. Becht, Franks, Mayer et Rossi, 2008 ; Carleton, Nelson, et Weisbach, 1998 ; Dimson, Karakas et Li, 2015 ; Eesley, DeCelles, et Lenox, 2016 ; Logsdon et Van Buren, 2009 ; Van Buren, 2007

Nous formulons une définition reprenant l'ensemble des critères que nous retiendrons dans la suite de nos travaux :

> L'engagement actionnarial consiste en l'utilisation par les actionnaires de leurs droits associés à la détention d'une fraction du capital social de l'entreprise dans laquelle ils ont investi. Leurs moyens d'action sont multiples. Ce sont notamment le dialogue avec la direction, les lettres à la direction, le vote des résolutions internes en AG, le dépôt de résolutions externes ou bien le recours judiciaire. Leur objectif est d'infléchir la stratégie de l'entreprise à long terme vers une démarche extra-financière incluant les critères ESG.

Si nous avons déjà abordé les modes d'action de l'engagement actionnarial dans les définitions ci-dessus, nous n'avons toutefois pas encore fait d'état des lieux complet des outils à disposition des actionnaires. C'est l'objet de la section qui suit.

Section 2 Les différentes pratiques d'engagement actionnarial

Selon les définitions énoncées précédemment, l'engagement actionnarial consiste, pour les actionnaires, à entreprendre une démarche par laquelle ils vont interpeller le management de l'entreprise et/ou les membres de son CA. L'entreprise ainsi visée sera alors l'objet d'interrogations, au travers d'échanges formels ou informels, sur un sujet lié à la mise en place de stratégie concernant les critères ESG. Pour donner suite à ce premier échange deux possibilités se présentent : soit l'entreprise répond aux interpellations, soit elle décide de les ignorer. Les actionnaires engagés qui n'auraient pas de réponse ou qui ne seraient pas satisfaits des réponses apportées, pourront engager d'autres démarches plus contraignantes pour l'entreprise.

Les leviers de l'engagement actionnarial sont nombreux et suivent généralement un processus progressif. Bauer et al. (2022) montrent l'importance d'une multiplicité de contacts et actions dans le taux de succès de l'engagement actionnarial (44.16% de succès sur un engagement avec plusieurs contacts contre 1.45% pour un engagement donnant lieu à un seul contact de l'actionnaire avec l'entreprise ciblée).

Nous pouvons répertorier huit modalités de pratiques de l'engagement actionnarial. Ces modalités sont les suivantes :

1. L'exclusion d'actif financier
2. La sortie du capital social
3. Le(s) dialogue(s) entre les actionnaires et l'entreprise
4. Les questions écrites
5. La politique de vote en AG
6. Le dépôt de résolution externe
7. La médiatisation
8. Le recours juridique

1 L'exclusion d'actif financier et la sortie du capital social

L'exclusion d'actif financier est une stratégie, avant investissement, par laquelle l'investisseur choisit consciemment de ne pas investir dans une entreprise ou un secteur d'activité. Cette prise de position est la première stratégie d'ISR en termes d'utilisation. Elle ne permet pas, cependant, de pratiquer l'engagement actionnarial en tant que tel puisque le choix est fait de ne pas être actionnaire.

La stratégie de sortie du capital social, aussi appelé stratégie de désinvestissement, est utilisée lorsque l'investisseur ne se sent plus en accord avec la stratégie mené par l'entreprise. Dans le cadre de l'engagement actionnarial cette stratégie sera mise en oeuvre lorsque l'actionnaire ne parvient pas à faire évoluer une entreprise sur les questions ESG, malgré ses demandes. Certains acteurs estiment que la sortie devient une nécessité lorsque les autres leviers n'ont pas permis d'aboutir à une entente entre les parties. Avant le désinvestissement l'actionnaire peut utiliser ce levier comme une menace. Il est, toutefois, très difficile de quantifier l'utilisation de cette menace, ou l'impact de celle-ci puisque, si la menace est crédible, la sortie n'aura pas lieu (McCahery et al., 2015). En revanche il est à noter que des dialogues n'aboutissant pas, mais qui ne seraient pas suivis d'une sortie du capital social, feraient perdre en crédibilité l'investisseur.

La sortie du capital social interviendrait ainsi comme une forme d'échec, un « divorce » selon Albouy et Schatt (2009), en dernier ressort, mais intégré et échelonné au plan de dialogue initial. La stratégie est perçue comme viable et est

employée par un investisseur sur deux, toutefois majoritairement sur des questions ayant trait à la gouvernance et la performance financière des entreprises (McCahery et al., 2015).

La sortie du capital social entraîne deux conséquences identifiées par Albouy et Schatt (2009) : à la fois une baisse de la valeur de l'entreprise (et donc des *stock-options* pouvant être inclus dans la rémunération variable du dirigeant) mais également un risque de prise de contrôle de l'entreprise par les nouveaux acheteurs qui peuvent y voir une opportunité (liquidité des titres et faiblesses du prix de l'action consécutives aux cessions).

L'impact d'une stratégie de sortie dépend du pourcentage de détention de capital de l'investisseur souhaitant désinvestir ainsi que de la liquidité du marché (Ying, 2015). Cette stratégie est plus simple, plus rapide et moins chère que l'engagement actionnarial via d'autres modalités d'actions (Serret et Loher-Delalune, 2021 ; Ying, 2015).

2 Les dialogues entre les actionnaires et l'entreprise

Dans le *UK Stewardship Code*, l'engagement actionnarial est notamment composé du *monitoring* des entreprises et du dialogue avec les administrateurs et les managers des entreprises.

L'usage veut que la première étape, lorsque survient un désaccord entre actionnaire et dirigeant, soit la prise de contact confidentiel (DeVilmorin et Berdou, 2018). L'investisseur rencontre les dirigeants de l'entreprise afin d'attirer leur attention sur certaines pratiques. Dans le cadre de l'engagement actionnarial, il s'agira plus particulièrement des pratiques liées aux critères ESG, comme vus dans la section précédente. Cette technique est un processus de collaboration dont la vocation est la co-création et l'apport de solutions d'amélioration. Elle peut se dérouler de manière régulière et sur le long terme, comme être ponctuelle. Cependant, avant ce dialogue, une phase de recherche doit être menée par l'actionnaire pour repérer les pratiques posant problème dans chaque entreprise. Différentes étapes construisent ce dialogue individuel : l'identification de thèmes d'engagement actionnarial, la formulation des attentes aux entreprises et un suivi dans le temps.

Ces dialogues peuvent se dérouler lors d'entretiens en présentiel, mais également par écrit ou lors d'entretiens téléphoniques. On considère qu'en moyenne 45% des

investisseurs institutionnels ont des dialogues privés avec les membres du comité tandis que 63% engagent un dialogue avec la direction (McCahery et al., 2015). Le dialogue peut également être effectué de manière collaborative, les actionnaires se regroupant [23] afin de faire valoir leur demande. Cette rencontre peut être publique ou privée. McCahery et al. (2015) démontrent que la plupart des discussions se déroulent de façon privée dans ce qu'ils nomment des négociations « *behind the scenes* ». Plusieurs études ont démontré cet engagement *behind the scenes* parmi lesquelles nous pouvons citer : Carleton et al. (1998) ; Becht et al. (2009) et Dimson et al. (2015).

Les grandes entreprises disposent généralement de départements dédiés aux dialogues avec les investisseurs institutionnels. Ces mêmes départements organisent des *roadshow* [24] à destination des investisseurs institutionnels afin de présenter les stratégies, décisions et réponses aux questions avant l'AG (Charléty, 2018). De telles démarches ont pour but de s'assurer des votes positifs lors des AG et de limiter le risque de dépôt de résolution externe. Les investisseurs individuels ne sont pas conviés à ces réunions mais reçoivent un ou plusieurs courrier(s) durant l'année.

Lorsque ces dialogues échouent, il existe d'autres démarches pouvant avoir un impact plus important sur les entreprises. Celles-ci se déroulent généralement durant l'AG annuelle de l'entreprise.

3 L'engagement actionnarial lors des assemblées générales annuelles

L'investisseur peut, lors des AG annuelles, utiliser trois leviers :

— Poser des questions écrites ;
— Utiliser leur droit de vote et adopter une politique de vote ;
— Déposer des résolutions externes.

.

23. Au sein de coalition que nous développerons dans la partie 1 Chapitre 2 Section 2 1.2.4

24. Un *roadshow*, que l'on peut traduire par "présentation" ou "conférence itinérante", fait partie intégrante des dialogues menés entre actionnaires et entreprises. Celui-ci émane de l'entreprise et vise à communiquer et convaincre, via une présentation synthétique, les informations essentielles concernant la stratégie de l'entreprise.

3.1 Les questions écrites

Les actionnaires disposent d'un droit de dépôt de questions écrites (par lettre recommandée avec accusé réception ou par voie électronique) imposant une réponse de la part du CA. Cette réponse peut être réalisée soit à l'oral lors de l'AG, soit au préalable par écrit et publiquement, via, par exemple, la publication de la réponse sur le site internet de l'entreprise. Ces dispositions sont inscrites dans l'article L.225-108 du Code de commerce [25] :

> Tout actionnaire a la faculté de poser par écrit des questions auxquelles le CA ou le directoire, selon le cas, est tenu de répondre au cours de l'assemblée. Une réponse commune peut être apportée à ces questions dès lors qu'elles présentent le même contenu.

Il est également prévu un temps de questions et réponses, orales, lors de l'AG.

Ces questions, écrites ou orales, dont le nombre n'est pas limité, peuvent ainsi permettre de faire émerger certaines problématiques auprès des autres actionnaires. Cela peut constituer une première étape afin de rallier le pourcentage du capital nécessaire pour un dépôt de résolution externe.

3.2 Les politiques de vote

L'actionnaire souhaitant exercer son droit de vote doit, préalablement à l'AG, prendre connaissance du contenu des résolutions, internes et externes, soumises au vote. Pour cela, et afin de déterminer leur vote, ils devront également être à jour de la situation de l'entreprise par la lecture de ses communiqués de presse, rapports financiers, documents annuels, site internet, article médias...

Les documents annuels de l'entreprise sont publiés sur le site internet de l'entreprise dans un délai ne pouvant être inférieur à 21 jours avant l'AG. Si des imprécisions subsistent et empêchent la prise de position sur un vote, les actionnaires ont la possibilité, évoquée précédemment, d'adresser des questions écrites à la direction ou d'engager des dialogues.

25. www.legifrance.gouv.fr/codes/article_lc/LEGIARTI000038799460
Consultation actualisée en date du 08/11/2022

L'investisseur va pouvoir exercer son droit de vote lors des AG selon trois situations :

— Soit il est présent physiquement lors de l'assemblée et votera directement durant celle-ci ;
— Soit il peut voter au préalable à distance. Il aura alors deux possibilités : voter par correspondance (délai de renvoi au moins 3 jours avant l'AG), soit voter électroniquement (délai fixé à 15h la veille de l'AG) ;
— Il peut également donner procuration à un autre actionnaire qui votera à sa place.

Depuis le 19 juillet 2019, l'abstention n'est plus considérée comme un vote contre mais exclu le vote du calcul de la majorité des voix exprimées. Ce changement réglementaire à une importance dans le calcul du *quorum*. Pour que les décisions d'une AG ordinaire soient valides, il faut un minimum de 20% [26] des actionnaires votants. Si ce *quorum* n'est pas réuni, l'AG devra être reportée.

Certaines résolutions sont incluses dans un bloc qui empêche un vote individuel de chaque résolution et impose de faire un choix unique (pour ou contre) pour l'ensemble des résolutions du bloc.

Afin de mieux appréhender les enjeux et d'orienter leur stratégie de vote, les actionnaires peuvent se faire aider au préalable par des sociétés de conseils, aussi appelées : *Proxy advisors*. Ces acteurs et leurs rôles seront présentés lors de la deuxième section du chapitre 2.
L'exercice du droit de vote peut être chronophage, voire onéreux, dans le cas où des frais de déplacement jusqu'au siège social (parfois situé à l'étranger) sont nécessaires.

26. Le *quorum* est de 25% pour une AG extraordinaire

L'utilisation du droit de vote en AG a fortement augmenté dans les deux dernières décennies atteignant un niveau proche des 80% en 2017 en France selon une enquête AFG de 2017 (Charlety, 2018). Cette augmentation est consécutive à plusieurs législations ; Loi Nouvelles Régulations Économiques (Loi NRE [27], 2001), Rapport Mansion [28] (2005), article 314-102 du règlement AMF [29] (2007) notamment. Ces lois permettent aux actionnaires un meilleur accès aux informations et facilitent l'exercice de ce droit de vote par la réduction des frais afférents (Charlety, 2018).

Toutefois on constate que ces votes, lorsqu'ils sont contestataires, n'aboutissent que très rarement à des rejets de la résolution votée, de la part des actionnaires français. L'un des phénomènes pouvant expliquer cette faiblesse d'impact du vote des actionnaires est un abstentionnisme marqué, généralement favorable à la direction en place et aux actionnaires majoritaires.

L'obligation d'avoir une politique de vote pour les investisseurs institutionnels est rappelée par la loi PACTE [30] entrée en vigueur le 29 novembre 2019. Cette loi vient notamment modifier l'article L533-22-1 du code monétaire et financier en disposant que :

27. www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000000223114/
Consultation actualisée en date du 29/10/2022
28. www.amf-france.org/fr/actualites-publications/publications/rapports-etudes-et-analyses/rapport-du-groupe-de-travail-preside-par-m-yves-mansion-pour-lamelioration-de-lexercice-des-droits
Consultation actualisée en date du 29/10/2022
29. www.amf-france.org/fr/eli/fr/aai/amf/rg/article/314-102/20131221/notes
Consultation actualisée en date du 29/10/2022
30. Plan d'Action pour la Croissance et la Transformation des Entreprises

Article L533-22-1 du Code monétaire et financier [31]

I.-**Dans leur politique relative aux risques en matière de durabilité, rendue publique en application de l'article 3 du règlement du Parlement européen et du Conseil sur la publication d'informations relatives aux investissements durables et aux risques en matière de durabilité et modifiant la directive (UE) 2016/2341, les sociétés de gestion de portefeuille incluent une information sur les risques associés au changement climatique ainsi que sur les risques liés à la biodiversité**.
II.-Les sociétés de gestion de portefeuille mettent à la disposition de leurs souscripteurs **et du public** un document retraçant leur politique sur la prise en compte dans leur stratégie d'investissement des critères environnementaux, sociaux et de qualité de gouvernance et des moyens mis en œuvre pour contribuer à la transition énergétique et écologique ainsi qu'une stratégie de mise en œuvre de cette politique. Elles y précisent **les critères et les méthodologies utilisées** ainsi que la façon dont ils sont appliqués. Elles y indiquent comment sont exercés les droits de vote attachés aux instruments financiers résultant de ces choix.
[...]
Si les entités choisissent de ne pas publier certaines informations, elles en justifient les raisons.
III.-Lorsque les sociétés de gestion de portefeuille établissent une déclaration de performance extra-financière en application de l'article L. 225-102-1 du code de commerce, celle-ci comporte des informations sur la mise en œuvre de la politique mentionnée au II du présent article ainsi que sur la mise en œuvre des politiques dont la publication est prévue par le règlement du Parlement européen et du Conseil mentionné au I du présent article.

3.3 Le dépôt de résolutions externes

Les actionnaires peuvent, lors de ces mêmes AG, faire inscrire des sujets à l'ordre du jour et déposer des résolutions [32] externes. Les résolutions externes sont les résolutions déposées par des actionnaires dits externes au conseil, elles ne font pas partie de celles proposées par le conseil.

31. www.legifrance.gouv.fr/codes/article_lc/LEGIARTI000039369676/
Consultation actualisée en date du 29/10/2022
32. Une résolution est une décision votée en AG qui a force de « loi » à l'intérieur de l'organisation.

Les conditions de dépôt des résolutions externes pour l'actionnaire français sont plus restrictives que dans d'autres pays. En l'occurrence, l'actionnaire français doit détenir 5% du capital de l'entreprise ciblée, excepté lorsque certains seuils de capital social sont atteints. Au-delà de ces seuils, le calcul s'effectuera par tranche de capital. Ainsi DeVilmorin et Berdou (2018) précisent-ils qu'en cas de capital social supérieur à 750 000 euros, une fraction inférieure à 5% du capital peut suffire. Ce seuil de détention représente un montant élevé pour les grosses capitalisations boursières, freinant l'accessibilité de cette démarche pour les petits porteurs. Les pays de droit commun ont, généralement, un seuil de dépôt de résolution plus accessible aux actionnaires individuels. À titre comparatif, aux États-Unis, il suffit de détenir un montant de 2 000 dollars d'actifs financiers d'une entreprise depuis au moins un an pour déposer une résolution externe. En France, ce seuil explique le recours à la constitution de coalitions [33] afin de pouvoir déposer des résolutions.

Cette démarche, plus poussée et active, est le droit de demander l'inscription de projets de résolutions à l'ordre du jour de l'AG des sociétés. Il existe quelques contraintes, hormis le seuil de détention, pour la mise en pratique de ce droit :

— La résolution doit être proposée avant l'AG. Cela demande donc une bonne connaissance du sujet à controverse.
— Cette proposition est soumise aux votes de l'ensemble des actionnaires. Le résultat du vote est rarement favorable aux actionnaires minoritaires.
— C'est une démarche qui demande beaucoup d'organisation d'après A. Cayrol, chargée de recherche sénior à la RFA (Réseau Financement Alternatif), et qui est « *logistiquement et financièrement assez complexe* ». [34]

Bien que cette pratique soit moins présente en Europe, elle serait la méthode la plus efficace en termes d'impact et d'influence (Charléty, 2018 ; Campeau et al., 2012) et la méthode préférée des activistes américains (Déjean, 2005).

Dans les faits, il est assez fréquent que l'annonce d'un dépôt de résolution par les actionnaires engendre l'ouverture d'un dialogue avec l'entreprise qui cherchera à éviter une exposition médiatique négative (Niyokindi, 2022 ; Rehbein et al., 2004).

33. Une coalition est un rassemblement d'actionnaires ayant pour but une coordination commune de leurs démarches d'engagement actionnarial. L'objectif est double, d'une part augmenter leur impact via un rapport de force plus favorable et, d'autre part, réduire les coûts inhérents à une campagne d'engagement actionnarial. Cf. Partie 1 Chapitre 2 Section 2 1.2.4

34. Communication externe sur l'activisme actionnarial de l'université catholique de Louvain : ziladoc.com/downloadFile/telecharger-ce-document-5_pdf ?preview=1

Ces dialogues peuvent aboutir à un retrait de la résolution avant le vote si l'entreprise prend des engagements vis-à-vis des actionnaires.

Nous constatons que la procédure de dépôt de résolution externe en AG est plus contraignante en Europe qu'aux États-Unis. Les délais sont plus longs, le pourcentage de capital nécessaire est plus élevé et les sujets proposables plus restreints. Un des avantages est la possibilité, en France, de proposer, à la nomination, un nouvel administrateur. Cette possibilité offre un avantage lorsque l'on souhaite intégrer le CA d'une entreprise dans l'objectif d'y modifier la stratégie mise en place.

La majorité des mesures réglementant le cadre des dépôts de résolutions en Europe (et donc en France) se retrouvent dans les directives européennes 2017/828 « *en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires* » et 2007/36/CE « *concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées* », aussi appelées directives SRD I et II [35].

En cours d'AG, deux leviers sont également à disposition des actionnaires minoritaires, en dessous du seuil de détention : l'amendement et la résolution nouvelle.

— L'amendement consiste en une proposition de suppression ou de modification d'une résolution soumise à l'AG.

— Les propositions de résolutions nouvelles visent à l'ajout, en cours de séance, d'une résolution mais qui ne peut porter que sur des sujets connexes aux résolutions déjà inscrites à l'ordre du jour.

Les actionnaires, principalement minoritaires, auront un intérêt stratégique à engager parallèlement une bataille de procurations (*Proxy Fight*). Cette bataille de procurations vise à récolter le plus grand nombre de procurations, et donc de droits de vote, en convainquant les autres actionnaires du bien-fondé de la demande. C'est une technique efficace pour diffuser son opinion, convaincre et ainsi peser davantage lors du vote (Albouy et Schatt, 2009). Cette stratégie est particulièrement utile lorsque le dépôt de résolution porte sur la nomination d'un nouveau membre au CA.

C'est par ce procédé, par exemple, que Bolloré prit le contrôle d'Havas en 2005 (DeVilmorin et Berdou, 2018). En 2005, Bolloré lance une campagne auprès des actionnaires de l'entreprise Havas afin de proposer la nomination de nouveaux administrateurs, en parallèle il achète un certain pourcentage d'actions de l'entreprise

35. Voir Chapitre 2 Section 1

(20.39% au total)[36]. Lors de l'AG du 9 juin 2005, il réussit à obtenir la nomination de quatre nouveaux administrateurs (sur 18) au CA (dont lui-même) de l'entreprise. Même si un désaccord profond soutenait les relations entre A. de Pouzilhac (PDG de Havas) et V. Bolloré, les deux hommes ont souligné cette nomination comme étant le succès de la démocratie actionnariale.

4 La médiatisation

La médiatisation qui consiste à dénoncer publiquement des agissements ou à rendre public un désaccord ne trouvant pas de résolution dans les dialogues privés (McCahery et al., 2015) est fortement simplifiée et amplifiée depuis le développement des réseaux sociaux (Barkemeyer et al., 2020 ; Crifo et al., 2021). Un exemple de l'utilisation de ses réseaux sociaux dans le cadre d'une campagne d'engagement actionnarial est celui de l'actionnaire Eric Jackson qui a lancé une campagne contre Yahoo à l'aide de MySpace et Flickr (Albouy et Schatt, 2009). Plus récemment, un message sur le forum Reddit a dénoncé les stratégies de *short selling*, nous avons pu assister à un engagement très fort de la communauté de joueurs décidant d'acheter en masse les actions de l'entreprise GameStop. Cette opération a abouti à la vente à découvert d'actions pour de nombreux fonds spéculatifs (Girard-Guerraud et al., 2022).

Les modes de médiatisation sont identifiés comme étant la rédaction de communiqués de presse, l'envoi d'une lettre à l'AMF, les contacts formels ou informels auprès d'autres actionnaires (Girard et Gates, 2013 ; Ben Arfa et Labaronne, 2016). Ben Arfa et Labaronne (2016) soulignent que la médiatisation est une situation « *plus conflictuelle et généralement de nature hostile* ».

La mesure de l'impact d'une médiatisation est difficile à établir. Néanmoins, Girard (2004) calcule des rentabilités anormales cumulées positives entre 30 et 40 jours avant la médiatisation, tandis que la réaction positive du marché semble nulle la veille. Barkemeyer et al. (2020) observent que la médiatisation atteint son paroxysme lors des deux semaines consécutives au déclenchement de la crise. Plus les scandales dénoncés seront variés, plus la couverture médiatique sera importante en termes de durée et de contenu.

36. www.lemonde.fr/actualite-medias/article/2005/06/09/vincent-bollore-gagne-sa-bataille-contre-le-pdg-de-havas_660398_3236.html. Consulté le 25/09/2022

Les exemples de scandales largement médiatisés sont nombreux : Rana Plaza en 2013 (effondrement d'un immeuble au Bangladesh hébergeant de nombreux ateliers de confections et pointant l'exploitation, par des multinationales de la fast fashion, d'ouvriers.), Lactalis en 2018 (contamination produits laitiers destinés aux jeunes enfants à la salmonelle)...

Le scandale le plus récent en France concerne les établissements de santé Orpéa. Les actionnaires ont ainsi été au cœur du renouvellement du PDG et de trois nouveaux administrateurs. Ils ont également voté contre la proposition de rémunération variable de l'ancien dirigeant et approuvé une nouvelle politique de rémunération n'incluant ni part variable, ni indemnités de départ.

Cette affaire a eu un autre impact sur les actionnaires : l'ouverture d'une procédure judiciaire pour préjudices liés à l'achat de titres sur de fausses déclarations, informations de la part des dirigeants.

5 Le recours juridique

Dans des cas plus rares, mais de plus en plus utilisés, les actionnaires peuvent faire valoir leurs droits auprès des tribunaux, particulièrement lorsqu'ils considèrent que leurs droits ne sont pas respectés (Albouy et Schatt, 2009). Cette démarche est l'une des plus coûteuses et peut s'étendre sur plusieurs années (Girard et Gates, 2013).

Aux États-Unis, ce recours appelé *Class Action*[37] fait partie des lois fédérales[38]. Cette règle offre l'opportunité d'une représentation des préjudices subis par un seul individu (simplifiant ainsi les démarches).

En France, ce type d'action collective n'est pas encore disponible, bien que des rapports (Rapport Attali, Rapport Coulon...) et projet de loi à l'Assemblée nationale aient déjà été envisagés[39].

37. Action de groupe en français.
38. Règle 23 Federal Rules of Civil Procédure disponible à l'adresse suivante : https ://www.law.cornell.edu/rules/frcp/rule_23 Consulté le 22/10/2022
39. www.senat.fr/rap/r09-499/r09-499_mono.html Consultation actualisée en date du 29/10/2022.

Deux actions sont toutefois à disposition des actionnaires français :

— Une action sociale en cas de défaillance des organes sociaux. L'actionnaire agit alors au nom et pour le compte de la société afin d'obtenir réparation du préjudice.
— Cette procédure peut être doublée d'une action en nom propre pour le préjudice de l'actionnaire.

L'actionnaire français doit alors engager une procédure de manière individuelle, en supportant l'intégralité des coûts.

Deux mécanismes procéduraux existent et peuvent s'approcher d'une *Class Action* dans le sens ou ils permettent un regroupement sous forme d'association. Ces deux procédures permettent d'intenter des actions contre un dirigeant considéré comme fautif et de demander une réparation pour préjudice subi, ils sont énoncés dans l'article L.225-120 du code de commerce :

> Dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, les actionnaires justifiant d'une inscription nominative depuis au moins deux ans et détenant ensemble au moins 5% des droits de vote peuvent se regrouper en associations destinées à représenter leurs intérêts au sein de la société. Pour exercer les droits qui leur sont reconnus aux articles L. 225-103, L. 225-105, L. 823-6, L. 225-231, L. 225-232, L. 823-7 et L. 225-252, ces associations doivent avoir communiqué leur statut à la société et à l'Autorité des marchés financiers.

Ainsi que dans l'article L.452-1 du code monétaire et financier :

> Les associations régulièrement déclarées ayant pour objet statutaire explicite la défense des investisseurs en titres financiers ou en produits financiers peuvent agir en justice devant toutes les juridictions, même par voie de constitution de partie civile, relativement aux faits portant un préjudice direct ou indirect à l'intérêt collectif des investisseurs ou de certaines catégories d'entre eux.
> Ces associations sont :

— Les associations agréées, dans des conditions fixées par décret, après avis du ministère public et de l'Autorité des marchés financiers, lorsqu'elles justifient de six mois d'existence et, pendant cette même période, d'au moins deux cents membres cotisant individuellement et lorsque leurs dirigeants remplissent des conditions d'honorabilité et de compétence fixées par décret ;
— Les associations qui répondent aux critères de détention de droits de vote définis par l'article L. 22-10-44 du code de commerce si elles ont communiqué leurs statuts à l'Autorité des marchés financiers.

Ses coûts peuvent être parfois réduits par l'utilisation des médias et particulièrement des réseaux sociaux.

Lorsqu'une pratique contraire aux dispositions législatives ou réglementaires est de nature à porter atteinte aux droits des épargnants, les associations d'actionnaires mentionnées au premier alinéa peuvent demander en justice qu'il soit ordonné à la personne qui en est responsable de se conformer à ces dispositions, de mettre fin à l'irrégularité ou d'en supprimer les effets.

La demande est portée devant le tribunal judiciaire du siège social de la société en cause.

Les litiges entraînant un recours judiciaire restent peu utilisés, ne s'élevant par exemple qu'à 11% pour les *hedge funds* activistes (Ben Arfa et Labaronne, 2016). La plupart de la littérature s'étend sur les bénéfices d'une opération judiciaire dans le cadre de l'activisme actionnarial. Nous pouvons ainsi identifier quatre objectifs au recours judiciaire (identifiés par Couret et De Sentenac (1990), et Girard, 2001 et rappelés par Girard et Gates, 2013) :

— Mobiliser les actionnaires passifs et solliciter leur vote durant la procédure ;
— Engager le risque de réputation de l'entreprise avec la menace d'une procédure longue et publique ;
— Augmenter les probabilités de succès de résolution du désaccord via la mobilisation de vide juridique ;
— Négocier à la hausse une prime de sortie offerte par l'offre publique contestée.

Si ces études se concentrent sur l'activisme actionnarial, les trois premiers objectifs sont tous applicables à l'engagement actionnarial également.

Girard et Gates (2013) constatent une chute du recours judiciaire consécutivement à la promulgation de la loi NRE.

Conclusion

Dans cette partie préliminaire, nous sommes revenus sur l'engagement actionnarial en explicitant son positionnement et sa définition : une stratégie d'ISR basée sur l'utilisation de mécanismes divers visant à améliorer les stratégies d'entreprise vers une meilleure prise en compte des critères ESG.

Les différents mécanismes à disposition des actionnaires impliquent un processus incrémental dans leur utilisation. Le dialogue privé régulier semble se positionner comme une norme. Néanmoins, plusieurs outils existent pour s'impliquer lors des AG ordinaires. En cas d'échec d'autres procédures existent. Celles-ci se situent en dehors des AG et seront plus impactantes, notamment en termes de risque de réputation, pour les entreprises elles-mêmes.

Nous avons schématisé l'ensemble des modes d'action à disposition des actionnaires ainsi :

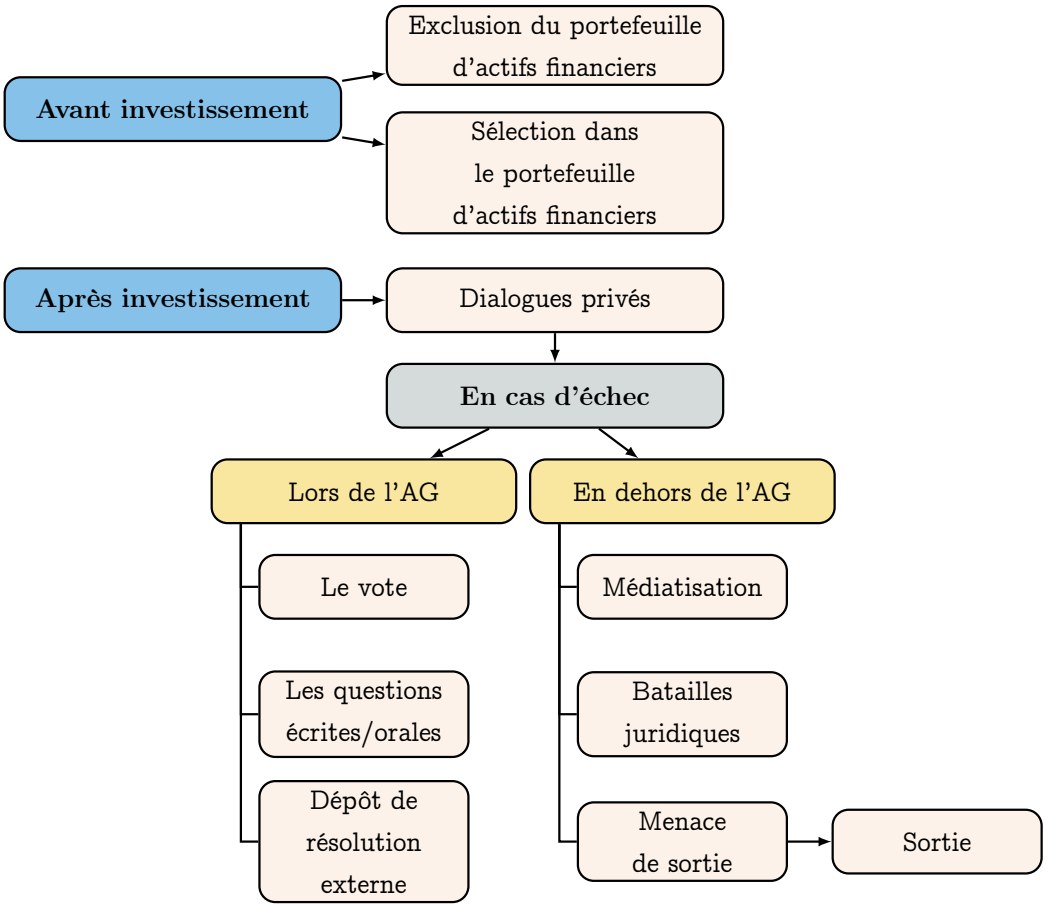


FIGURE 2 – Les modes d'action à disposition des actionnaires

Le dialogue privé intervient tout au long des relations entre les actionnaires engagés et les entreprises. Cependant, en cas d'échec de ces dialogues, d'autres dispositifs sont à disposition des entreprises aussi bien lors des AG annuelles qu'en dehors.

Les mécanismes énoncés ne sont pas exclusifs et plusieurs outils peuvent être mis parallèlement en pratique. On peut faire le choix de médiatiser des questions écrites, effectuer des dépôts de résolution externe ou des votes contestataires.

Cette parallélisation des procédés fut utilisée en préparation de l'AG de Total Énergie en 2022. En effet, une coalition de onze actionnaires a déposé des résolutions externes faisant suite à des questions écrites dont les réponses ont été jugées non satisfaisantes. Ce dépôt de résolution était assorti d'une communication médiatique importante et faisait suite à des dialogues privés menés en 2021 et 2022 ayant échoué[40]. Les actionnaires, qui réunissaient 0.8% du capital de l'entreprise, ont finalement retiré leur résolution, le 22 avril 2022, avant l'assemblée générale (qui s'est tenue le 25 mai 2022) et consécutivement à une lettre, publique, de la part du dirigeant Patrick Pouyanné. Les actionnaires, qui réclamaient une transparence sur la stratégie climatique en accord avec les objectifs énoncés par les accords de paris 2015, ont été contentés par les engagements pris par l'entreprise de réduire les émissions de gaz à effet de serre.

Si la menace de sortie est un argument crédible, il n'est que peu employé. Pour rester crédible, la menace de sortie doit être suivie d'actions si aucune entente n'est conclue.

Pour faire face à toutes ces modalités d'actions, les entreprises, outre les départements relations investisseurs, mettent en place des mécanismes de défense. Elles peuvent, par exemple, prévoir des seuils de déclaration de franchissement plus faibles ou un plafonnement des droits de vote (DeVilmorin et Berdou, 2018). C'est également dans le cadre de cette démarche qu'elles peuvent avoir recours aux services de sociétés de conseil.

En conclusion, nous établissons le constat que l'engagement des actionnaires relève bien d'un processus complexe, faisant appel à de nombreux acteurs périphériques. Nos travaux ont exploré ce processus et ces acteurs au travers de trois essais.

40. Synthèse d'entretiens réalisés avec différentes parties prenantes

Partie 1 : Le cadre conceptuel et institutionnel

Après avoir défini l'engagement actionnarial et ses différents modes d'action, nous nous attacherons à établir le cadre institutionnel et conceptuel.

L'écosystème de l'engagement actionnarial et les relations le soutenant peuvent être expliqués et liés par un cadre théorique (Chapitre 1) mobilisant à la fois des théories contractualistes et des théories partenariales. Du fait de la législation réglementant les relations et droits des actionnaires, en France, mais également par les nécessités de contrôle et les coûts engendrés, les théories dites « des contrats » s'adaptent parfaitement à notre objet d'étude. Néanmoins, deux constats permettent de justifier le recours aux théories partenariales :

— L'engagement actionnarial ne peut se limiter aux seules relations entre actionnaires et entreprises ;
— L'engagement actionnarial n'a pas pour vocation de servir les intérêts d'une seule partie prenante.

Dans le cadre institutionnel (Chapitre 2), nous poserons plusieurs fondements sur la réglementation française (et européenne) ainsi que sur les acteurs français en nous interrogeant de la façon suivante :

— Quelles réglementations viennent contraindre ou favoriser la pratique de l'engagement actionnarial en France ?
— Qui sont les actionnaires en France ?
— Quels autres acteurs entrent dans le processus de l'engagement actionnarial ?

Ces questions sont essentielles puisque nous assistons à une dilution du capital énoncé par Berle et Means dès les années 30, qui entraîne des changements structurels dans la détention des entreprises. Cette dilution a engendré une complexification des

relations internes et un recours à une pluralité d'acteurs extérieurs essentiels dans la pratique de l'engagement actionnarial tel qu'il est mené de nos jours.

Une fois ces deux cadres établis nous nous sommes attardés à construire une méthodologie de recherche (Chapitre 3) en trois étapes. Dans un premier temps, une analyse bibliométrique nous a permis d'établir l'intérêt porté au sujet au cours des dernières années. En étudiant ces précédents travaux, nous avons pu faire un état des lieux nous permettant de dégager des pistes de recherches et d'inscrire notre sujet dans une tendance académique. Pour donner suite aux éléments émergeant de nos analyses nous avons pu déterminer trois sous-questions de recherche à notre problématique, chacune nécessitant une méthodologie ou un échantillon propre. C'est alors que nous avons pu modéliser notre méthodologie de la recherche.

Nous avons structuré notre première partie afin de permettre la justification de notre sujet de recherche ainsi que de son contexte et de sa méthodologie constitutive de nos trois essais présentés en deuxième partie.

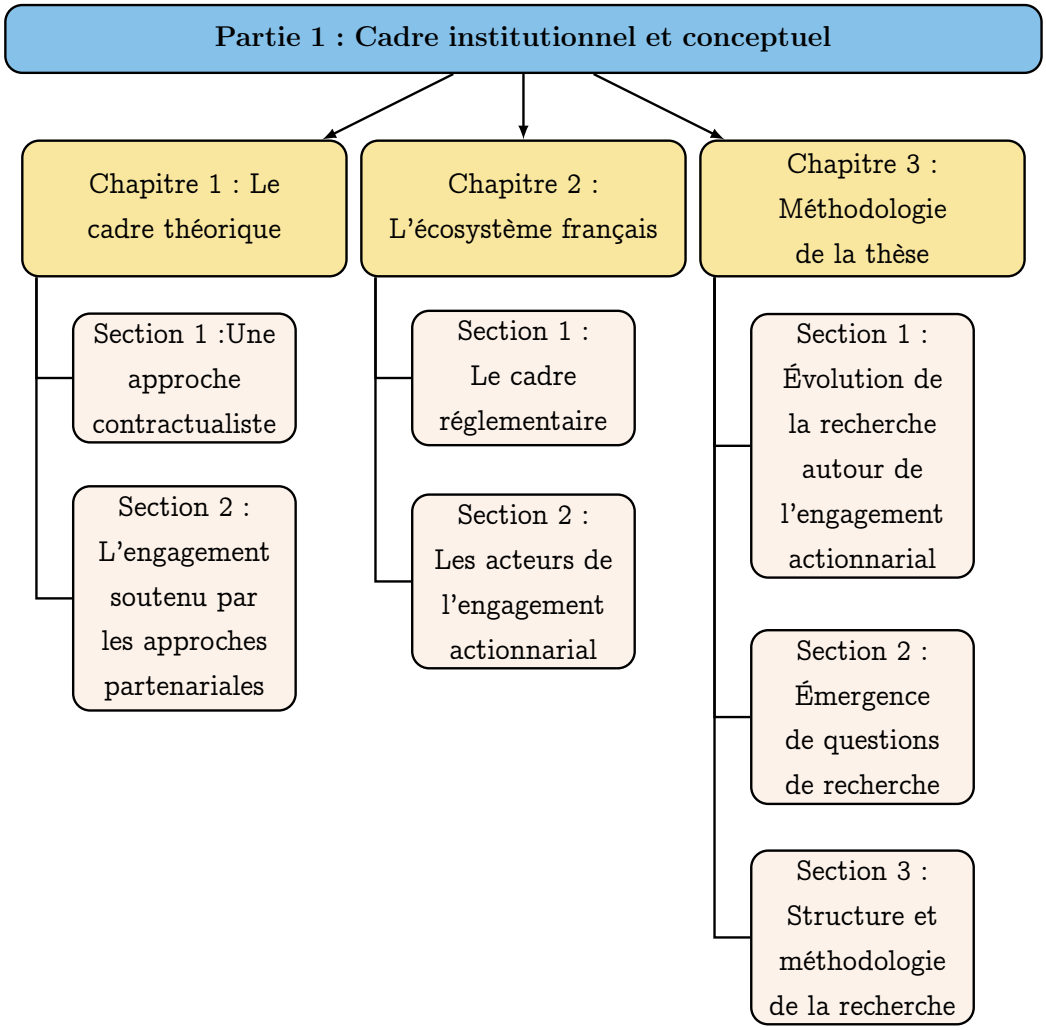


FIGURE 3 – Structure de la partie 1

Chapitre 1

Le cadre théorique

Dans l'étude des investisseurs et de leurs rôles et relations avec les entreprises dont ils sont parties prenantes, plusieurs éléments se juxtaposent. L'investisseur actif est détenteur d'une fraction du capital social d'une entreprise (lui conférant le statut d'actionnaire), et, par son choix de devenir actif, va remettre en question le mode de management et parfois le manager en charge de celui-ci.

Afin d'ancrer notre étude, nos acteurs et leurs actions, nous étudions ici les liens sous le prisme des théories de la gouvernance. Ces théories offrent un cadre conceptuel important puisqu'elles vont proposer plusieurs explications tant sur les liens soutenant les acteurs que sur les actions et solutions à mettre en place pour obtenir une gouvernance « optimale ». Ces théories de la gouvernance vont se scinder en deux courants énoncés par Charreaux (2002b) et seront repris de façon détaillé par Grand et Grill (2020). Nous avons traduit leur revue de la littérature dans le schéma ci-dessous, en y intégrant la théorie sociale de l'agence en tant que courant minimaliste de la théorie partenariale.

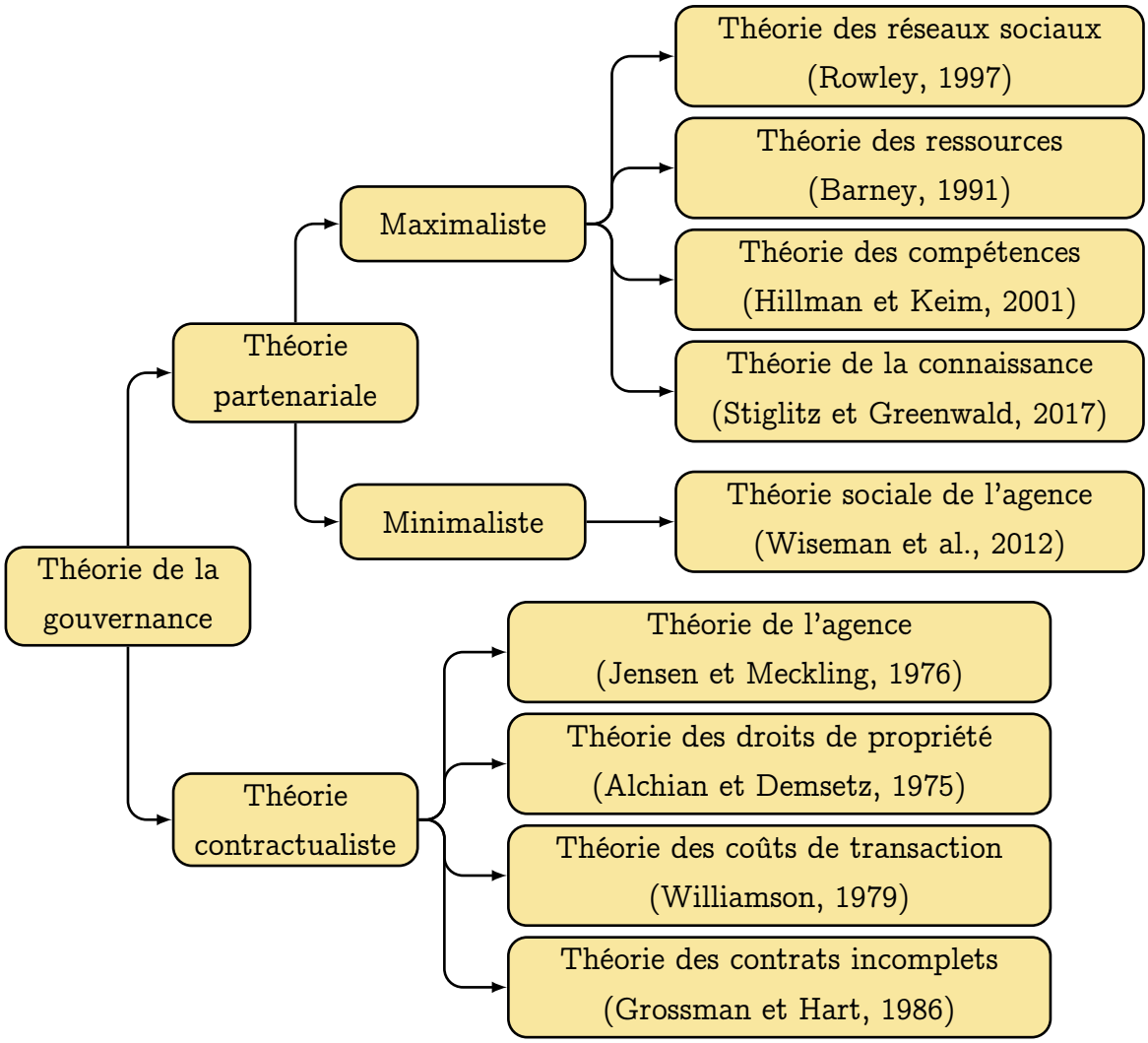


FIGURE 1.1 – Schéma des théories de la gouvernance, adapté de Grand et Grill (2020)

Si nous nous intéressons aux théories de la gouvernance, c'est parce qu'elles renvoient toutes à un modèle d'exercice du pouvoir (Létourneau, 2009) et spécifiquement à l'étude de la manière dont sont gouvernés les dirigeants (Charreaux, 2002b). Plus précisément dans notre étude, il s'agira de comprendre comment les actionnaires contrôlent les dirigeants pour les mener à respecter leurs intérêts (qu'ils soient financiers ou extra-financiers).

Les actionnaires vont s'intéresser principalement aux décisions ayant un impact sur la création de valeur. Cette notion de création de valeur regroupe des notions multiples et permettra d'opérer la distinction entre ce qu'on appelle « l'activisme actionnarial » et « l'engagement actionnarial » (Voir définitions Partie préliminaire Section 1). En effet, si la notion de valeur est purement axée sur les aspects financiers, nous serons dans le cadre d'une vision contractualiste visant à maximiser la valeur

actionnariale (activisme actionnarial). Si au contraire la valeur est voulue comme profitant à l'ensemble des parties prenantes (salariés, sociétés, etc ...), avec ou sans recherche d'amélioration financière, nous serons dans une notion partenariale d'engagement.

Il est courant que les actionnaires cherchent à influencer à la fois ces deux valeurs (actionnariales et partenariales), c'est pourquoi nous exposons dans une première section les théories qui expriment les relations contractualistes sous-jacentes à la valeur actionnariale. Puis dans une seconde section, nous aborderons les approches théoriques servant la valeur partenariale.

Section 1 Une approche contractualiste au service de la valeur actionnariale

Dans le contexte mondial d'efficience des marchés financiers, les nécessités économiques et financières ont obligé les entreprises à se restructurer. Parmi ses restructurations, nous avons assisté dès le début du vingtième siècle à une dilution progressive du capital des entreprises. Ces dilutions ont abouti à l'apparition de la firme managériale que décrivent Berle et Means (1932). Les dirigeants des entreprises dont le capital est ouvert aux investisseurs ont pour obligation d'enrichir leurs actionnaires, en optimisant le coût du capital. Ils pourront ainsi continuer à attirer, rassurer et conserver des ressources financières. Cette obligation du dirigeant provient d'une vision juridico-financière dans laquelle l'actionnaire remplit deux fonctions : apporteur de fonds propres et contrôleur du management.

Cette séparation, entre la détention et la gestion de l'entreprise, conduit à des situations de risque de perte de contrôle importante pour les actionnaires. En effet, dans les situations de contrôle managérial, c'est-à-dire lorsque le capital de l'entreprise est dispersé, le dirigeant se retrouve avec une forte concentration des pouvoirs. C'est alors que peuvent apparaître des intérêts très divergents entre l'actionnaire et le dirigeant.

Le dirigeant peut ainsi rechercher à :

— Maximiser le chiffre d'affaires, mais pas le profit ;
— Réaliser des dépenses pour son propre prestige ;
— Bâtir un empire conglomeral (avec pour but la diversification des risques).

Ces choix peuvent être bénéfiques aux dirigeants, mais n'iront pas vers une maximisation des dividendes pour les actionnaires. Ces divergences d'intérêt conduisent les entreprises à être vues comme un ensemble de contrats où chacun cherche à maximiser sa part du contrat tout en le respectant (ce qui se recouvre sous la notion d'axiomatique néoclassique). Cette vision de « contrats » n'est pas récente (1) et a été principalement développée dans la théorie de l'agence (2). Elle est également utilisée dans l'approche conceptuelle développée par Hirschman (1970) (3).

1 Les théories contractualistes

Avant d'aboutir à la théorie de l'agence, plusieurs auteurs ont participé à théoriser les noeuds de contrats (1.1) permettant d'aider à la compréhension et la légitimation de l'engagement actionnarial (1.2).

1.1 Les origines des théories contractualistes

La première apparition de l'idée sous-jacente à la théorie de l'agence peut être attribuée à Smith (1776). Il exprime, alors, l'idée qu'un directeur de société ne peut gérer l'argent des actionnaires de manière aussi optimale que dans la situation où son propre portefeuille est impacté (Smith 1776). Ce phénomène induit un fort danger de négligence dans le management de ces sociétés.

Il faut attendre près d'un siècle avant que cette théorie ne soit reprise et développée en 1932 dans les travaux d'Adolphe Berle et Gardiner Means sur la firme managériale (Berle et Means, 1932).

Leur ouvrage fait précisément état de cette séparation de pouvoirs constatée dans les entreprises au capital ouvert. Le nombre d'actionnaires étant en corrélation avec la dispersion du pouvoir. Ainsi, le capital social, et donc la dispersion du pouvoir, seront d'autant plus élevés que le nombre d'actionnaires est grand. Ils expriment l'idée que certains détiennent le pouvoir de propriété de l'entreprise (appelés actionnaires) et d'autres le pouvoir de la contrôler (appelés managers).

Ronald Coase, cinq ans plus tard, est le premier à introduire la notion de coût de transaction. On retrouve ainsi deux thèses développées par Coase dans son article « *The nature of the firm*[1] » (Coase, 1937) :

— La première développe l'idée qu'entreprise et marché ne se coordonnent pas de la même manière ;
— La deuxième soutient que le pouvoir d'autorité serait la caractéristique fondamentale de l'entreprise puisque celle-ci est une organisation hiérarchique.

C'est également Coase qui introduit la vision contractuelle de l'entreprise, menant au postulat des divergences d'intérêts des parties prenantes et aux contrats soutenant la structure même de l'entreprise. Dès 1937, au travers de cet article[2], les problèmes concernant l'asymétrie d'informations et la recherche de son intérêt propre sont posés. Néanmoins, cette théorie ne fait pas l'unanimité parmi la communauté scientifique au moment de sa publication. Ce n'est qu'à partir des années 60-70 que les chercheurs commencent à valider et adopter cette vision.

À l'université de Pittsburgh, deux professeurs Cyert (en économie) et March (en science politique) font naître le terme de « *Theory of the firm* » dans un article publié en 1963 (Cyert et March, 1963). Dans la perspective de ces auteurs, les deux groupes précédemment identifiés restent les mêmes avec d'un côté les actionnaires et de l'autre les managers. Toutefois, ils développent l'aspect relationnel en s'intéressant davantage aux intérêts de chacun et aux situations conflictuelles pouvant résulter de la non-synchronisation de ceux-ci.

Un autre auteur ayant repris l'analyse de Coase est l'historien américain Chandler (1989). En outre, celui-ci influencera la théorie de l'agence par son questionnement et son analyse des transformations de l'entreprise. Il rejoint Coase sur la nature hiérarchique de l'entreprise, et sur le modèle présentant celle-ci comme une institution complexe.

La financiarisation des économies a renforcé les fonctions précédemment énoncées, apporteurs de fonds et contrôleurs, entraînant ainsi un développement de l'activisme partout dans le monde. L'activisme étant perçu, à ce moment-là, comme un procédé efficace pour les actionnaires minoritaires permettant de favoriser l'équilibre dans le reversement des dividendes.

1. Les théories de la firme
2. *The nature of the Firm*

1.2 L'apport des théories contractualistes à la pratique de l'engagement actionnarial

La théorie des droits de propriété d'Alchian et Demsetz (1975) nous aide à positionner la légitimité de l'actionnaire comme usager de la firme. En effet, Demsetz définit l'utilité de cette théorie comme *« permettant aux individus de savoir ce qu'ils peuvent raisonnablement espérer dans leur rapport avec les autres membres de la communauté »*.

Un investisseur détenteur d'une action entre dans le champ de cette théorie puisque les attributs du droit de propriété sont bien applicables aux actionnaires. Dès lors, les droits de propriété sont réputés subjectifs, exclusifs et librement cessibles. Ils doivent de plus accorder l'*usus*[3], le *fructus*[4] et l'*abusus*[5].

Gomez et Favereau (1996) font même état de ces droits en les classant selon le type d'entreprise. Nous avons librement adapté son modèle dans le schéma suivant :

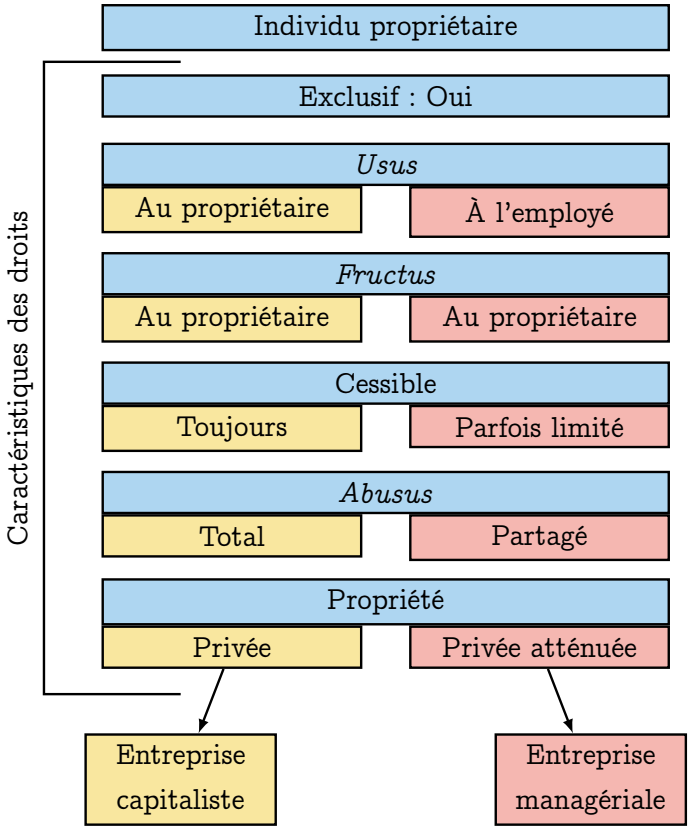


FIGURE 1.2 – Les droits des propriétaires individuels selon Gomez et Favereau (1996)

3. Le droit d'user de la chose
4. Le droit de jouir de la chose
5. Le droit de disposer de la chose

L'actionnaire a bien un droit de propriété exclusif matérialisé notamment par le droit de vote. Il est aussi libre de céder son action au marché et dispose d'un droit nominatif. Ce droit nominatif est la raison de la nécessité, par exemple, de faire des procurations pour transférer un droit de vote. Or ce droit de propriété, et les pouvoirs qui y sont associés sont au fondement de plusieurs mécanismes d'action des actionnaires précédemment vu dans la Section 2 de la partie préliminaire.

Les droits de propriété sont la condition *sine qua non* à toute légitimité de l'actionnaire à agir. Ils doivent théoriquement permettre la garantie de relations intra entreprise équilibrées et optimales. En revanche si la répartition des droits n'est pas parfaite et selon le théorème de Coase (1960), l'allocation par le marché ne le sera pas non plus. Alors les actionnaires auront tendance à multiplier les engagements et modes d'action afin de rétablir cet équilibre.

Alchian et Demsetz (1975) introduisent déjà les notions de contrôle, mais uniquement à l'attention des salariés dans le but de contraindre un travail en équipe efficace en réduisant la notion de salarié clandestin.

Deux auteurs Jensen et Meckling (1976) vont théoriser ces fonctions et leurs interactions dans la théorie de l'agence. On parlera alors d'agent pour les dirigeants et de principal pour les actionnaires.

2 La nécessité d'équilibrer les pouvoirs au travers de la théorie de l'agence

La théorie développée par Jensen et Meckling (1976) (2.1) permet d'expliquer la pratique de l'engagement actionnarial (2.2).

2.1 La théorie de l'agence

L'apport majeur des travaux de Jensen et Meckling (1976) fut d'ajouter à la littérature précédente (qui se concentrait sur la structure de la relation et le rééquilibrage permettant la maximisation du profit) une focalisation sur les éléments entrant dans la détermination de cet équilibre.

Ils expriment l'idée que la théorie d'Alchian et Demsetz (1975), mettant la relation de travail conjoint au cœur du problème de la théorie de l'agence, est « *trop*

étroite et ainsi trompeuse » en avançant l'idée que les coûts d'agences existent dans tous les contrats qu'il y ait collaboration conjointe ou non.

Le postulat de base reprend celui de Coase (1937) selon lequel les intérêts du manager (ou dirigeant) ne sont pas automatiquement en accord avec ceux des actionnaires, chaque partie recherchant la maximisation de son profit. Ainsi, il y a la nécessité de mettre en oeuvre des mécanismes permettant de réconcilier les intérêts des deux parties en vue d'optimiser le bon fonctionnement de l'entreprise. Ces mécanismes auront nécessairement des coûts qui seront appelés les coûts d'agence.

Jensen et Meckling (1976) identifient également deux principales sources de déséquilibre dans la relation de pouvoir s'établissant entre le dirigeant et les actionnaires : l'asymétrie d'information et l'aléa moral. Ce déséquilibre étant, dans les deux cas, en défaveur des actionnaires.

L'asymétrie d'information s'identifie :

— À la fois dans la relation existante entre le dirigeant et les actionnaires et dans la compétence des actionnaires. La principale source d'asymétrie venant du rapport de force entre le dirigeant qui a un accès rapide, gratuit et illimité à l'ensemble des informations de l'entreprise en tant que décisionnaire principal et les actionnaires qui n'ont pour seule source d'informations que les documents transmis.
— Mais également dans un problème concernant la compétence des actionnaires à lire et appréhender l'intégralité des données qui leur sont transmises par rapport à la compétence d'un dirigeant, présupposée supérieure en ce domaine.

Jensen et Meckling vont plus loin en définissant une deuxième problématique :

— L'aléa moral. Il s'agit d'un comportement différent de celui attendu. En l'occurrence, dans cette relation, le dirigeant ayant les pouvoirs et l'information à sa disposition peut facilement avoir un comportement considéré comme déviant, qui consisterait, entre autres, à bénéficier et utiliser les ressources pour son profit personnel avant celui des actionnaires.

Ces sources d'asymétrie d'informations sont difficilement évitables, c'est pourquoi il est nécessaire de mettre en place un ou plusieurs mécanisme(s) limitant l'utilisation de celles-ci au profit du dirigeant (et donc possiblement au détriment des actionnaires).

2.2 Les mécanismes de la théorie de l'agence ; une explication à la pratique de l'engagement actionnarial

L'actionnaire subit plusieurs asymétries l'encourageant à agir par un mécanisme d'engagement actionnarial.

C'est ainsi que nous pouvons énoncer les évolutions législatives qui contraignent le dirigeant à la publication d'informations comme étant une des sources permettant de protéger les actionnaires. Ces obligations de publication n'empêchent toutefois pas le décalage temporaire persistant entre l'instant où le dirigeant acquiert une information et celui où les actionnaires en prennent connaissance à leur tour. Concernant l'asymétrie de compréhension, nous déterminons dans le chapitre suivant le rôle important des ONG [6], des médias spécialisés [7] et des sociétés de conseil [8] dans la facilitation d'accès et de compréhension des informations pour des actionnaires néophytes.

Afin de remédier à ces asymétries, des mécanismes peuvent être mis en place. Ces mécanismes sont considérés comme étant des coûts supportés par l'entreprise et/ou les actionnaires nommés coûts d'agence.

Jensen et Meckling (1976) identifient ainsi 3 coûts d'agence :

— Les dépenses de surveillance et d'incitation : définies comme étant la somme des coûts engendrés pour surveiller les actions du dirigeant et vérifier l'adéquation des décisions prises par celui-ci en fonction de l'optimisation attendue de la part de ce dernier par les actionnaires. Dans une entreprise au capital dilué, le manager peut s'octroyer des avantages non pécuniaires. Chaque avantage perçu venant diminuer la valeur de marché de la firme est donc un coût négatif subit par l'actionnaire. Une surveillance permettra de limiter les risques d'abus de la part du manager. Celle-ci est mise en place via plusieurs dispositifs tels que la gestion de l'information, la surveillance et l'incitation.

— Les dépenses d'obligations : également supportées par l'agent et comportant tous les coûts liés à la diffusion d'informations justifiant d'une bonne exécution du contrat (publication des comptes, rapports, etc...).

6. Chapitre 2 Section 2.4
7. Chapitre 2 Section 2.3
8. Chapitre 2 Section 2.1

— La perte résiduelle : correspondant à la différence entre le résultat réel et celui qu'il aurait été possible d'obtenir si la gestion avait été considérée comme parfaitement détachée de toute déviance.

En pratique, il existe quatre mécanismes ayant pour finalité de faire converger les intérêts du dirigeant et des actionnaires.

Le premier mécanisme est interne il s'agit de l'instauration d'un CA. Les membres du CA étant mandaté par les actionnaires il s'agit d'une forme de contrôle indirect.

Celui-ci sera constitué de 3 à 18 membres et aura 3 missions principales :

— Opérer les choix stratégiques de l'entreprise ;
— Gérer toutes questions nécessaires au bon fonctionnement de l'entreprise ;
— Contrôler tous les points qu'il estime devoir surveiller.

Ses missions auront notamment pour vocation de veiller à la protection des intérêts des actionnaires en remplissant l'un des coûts d'agence auparavant énoncés, à savoir le contrôle du principal (du dirigeant).

Le second mécanisme est le système d'incitation à la création de valeur du dirigeant. Ce mécanisme fait intervenir l'intégration d'une part variable dans la rémunération des dirigeants. Cette part variable qui peut se traduire par l'octroi de bonus, *stock-options*[9] ou actions gratuites a pour but de limiter la poursuite d'intérêt personnel du dirigeant qui verra sa richesse personnelle être directement liée à celle de la firme qu'il dirige.

Le troisième mécanisme est le contrôle externe exercé par les actionnaires. Le quatrième mécanisme est le marché des prises de contrôle des entreprises.

Ce travail de recherche s'intéresse au mécanisme de contrôle externe exercé potentiellement par les propriétaires de l'entreprise. Dans cette lignée, Hirschman (1970) formalise la posture de l'actionnaire vis-à-vis de l'entreprise.

9. Une stock option est une forme de rémunération variable allouée par les actionnaires d'une entreprise à ses dirigeants ou ses salariés. Il s'agit d'une option d'achat dont l'actif sous-jacent est l'action de l'entreprise employeur.

3 L'expression des actionnaires sous la forme de la théorie *Exit, Voice and Loyalty*

Hirshman (1970) définit trois modalités d'action pour un actionnaire : vendre, parler ou se taire ; « *Exit, Voice and Loyalty* ». L'option d'utiliser la « voix » peut s'exprimer sous différentes formes d'actions vues antérieurement [10] (dialogues, résolutions, vote contre, etc...). Les deux autres options sont plus silencieuses ; l'une consistant à montrer son mécontentement par son retrait du capital via la vente de ses actions (*exit*) et l'autre consistant à rester inactif. Cette dernière option peut être interprétée comme une preuve de loyauté et de satisfaction est nommée *loyalty*.

L'engagement des actionnaires passe par l'utilisation de la modalité « *voice* », celle-ci est coûteuse au sens de Jensen et Meckling (1976). Comme l'a démontré la théorie de l'agence, le contrôle nécessite plusieurs moyens (financiers autant qu'humains) et l'expression d'un mécontentement des actionnaires à certains coûts « cachés » comme :

— La connaissance du sujet demande un temps de recherche, voire une consultation d'expert comme ; les agences de conseils de vote (*Proxy Advisors*) ;
— Les dialogues *behind the scene* qui peuvent être chronophages ;
— Le dépôt de résolution externe peut nécessiter la formation d'une coalition lourde en organisation et ainsi également chronophage.

Le recours à ce type d'action collective (coalition d'actionnaires) va permettre de diminuer fortement l'un des coûts inéluctables dans la pratique de l'engagement actionnarial : celui du passager clandestin (Artiga González et Calluzzo, 2019). L'engagement de l'actionnaire actif impacte les actionnaires passifs, mais également d'autres parties prenantes de l'entreprise. L'actionnaire s'engage pour l'intégralité des parties prenantes, prenant à sa charge les coûts que ne supporteront pas les actionnaires passifs (Grossman et Hart, 1986) pourtant bénéficiaires des éventuelles retombées bénéfiques.

Ces coûts induits par une stratégie d'expression de la voix des actionnaires expliquent la place dominante qu'occupent les investisseurs institutionnels et particulièrement les fonds d'investissement dans la pratique de l'engagement actionnarial à travers le monde (Gueguen et Melka, 2021). Ils semblent regrouper

10. Partie préliminaire Section 2

deux moyens essentiels à la pratique d'un tel engagement : les moyens humains en termes de connaissances et de compétences, et les moyens financiers.

L'expression de la voix n'est pour autant pas la seule stratégie « active ». En effet, il a été récemment démontré que l'expression conjointe de la voix couplée à une menace d'*exit* permettait d'améliorer la gouvernance des investisseurs possédant plusieurs entreprises (y compris dans des domaines distincts). Les travaux sur la propriété commune (Edmans et al., 2019) nous enseignent également que, dans le cadre de la stratégie *exit*, ce seront toujours les entreprises possédant les plus faibles scores de gouvernance qui seront cédées en priorité.

Néanmoins cette utilisation conjointe est à nuancer, puisqu'il sera plus coûteux de céder des actifs plutôt que d'optimiser la rentabilité « de l'intérieur ». En cause : les coûts supportés lors de la vente et acquisition de titres. Une stratégie *exit* massive va engendrer une baisse du cours de l'action et donc peut impacter le marché financier et le portefeuille du détenteur-cédant (Edmans et al., 2019).

Section 2 L'engagement actionnarial au service de la valeur partenariale

La place de l'actionnaire au sein des entreprises dépasse la simple notion d'apporteurs de capitaux (Charreaux, 2002a). Les théories contractualistes, à la base de la compréhension des relations entre les dirigeants et les actionnaires, sont incomplètes pour comprendre le phénomène de *voice* dans les AG.

Dans le cadre de l'engagement actionnarial, la vocation de surveillance et de contrôle, par les actionnaires, va s'exercer sur les questions extra-financières en plus des questions financières. Le bénéfice attendu par l'actionnaire engagé profite à plusieurs autres acteurs que les investisseurs, s'inscrivant dans une logique partenariale. Grand et Grill (2020) classent en deux courants ces théories : le courant minimaliste et le courant maximaliste.

Le courant minimaliste est composé de théories n'entrant pas en contradiction avec les théories contractualistes. En revanche elles prennent en considération la spécificité des actifs définie par Williamson ainsi : « *La spécificité des actifs renvoie à des investissements durables qui sont réalisés à l'appui de transactions particulières* » (Williamson, 1985).

Le courant maximaliste vient en opposition complète avec les théories contractualistes. En effet les théories composant ce courant vont traiter l'entreprise comme un ensemble d'acteurs différents.

1 La prise en compte de tous les acteurs dans la théorie des parties prenantes

L'engagement actionnarial, qui propose une vision basée sur la valeur extra-financière plus que sur la valeur actionnariale, est légitimé par le modèle partenarial décrit notamment par Rajan et Zingales (2000). Cette vision provient de la théorie de Freeman (1984) qui définit les parties prenantes d'une organisation comme étant *« un individu ou un groupe d'individus qui peut affecter ou être affecté par la réalisation des objectifs organisationnels »*. L'actionnaire est doublement concerné par cette définition : dans un premier temps il peut affecter avec l'expression de sa voix et l'utilisation de ses droits de vote, dépôts de résolutions externes… Dans un second temps, il est affecté dès lors que les prises de décisions des dirigeants vont impacter le rendement de l'entreprise et par ce biais les dividendes reversés aux actionnaires.

Dans le modèle partenarial énoncé par Rajan et Zingales (2000), la firme correspond à un ensemble de facteurs qui sont à l'origine de la rente organisationnelle. Un ensemble de facteurs va concorder, par le biais de synergie, à former cette rente. Ses différents facteurs et leurs apporteurs vont travailler en collaboration afin de créer des combinaisons les plus efficaces possible. La synergie sera d'autant plus efficiente si les acteurs perçoivent une part de la rente produite, créant ainsi un jeu coopératif. Cet écosystème est la représentation de ce qu'est une entreprise selon Rajan (1998) : un ensemble de parties prenantes collaborant pour concourir à la création d'une valeur, la plus grande possible, de sorte à se la répartir ensuite.

L'actionnaire bien qu'étant partie prenante n'est plus placé au sommet de la hiérarchie depuis les travaux de Freeman (1984). À son sens, ils sont sur un même pied d'égalité avec la totalité des parties prenantes. Cette théorie est d'ailleurs le cadre de référence de la plupart des politiques de RSE menées à ce jour (Damak et Pesqueux, 2003).

Il existe de nombreuses classifications ou typologies des parties prenantes décrites notamment dans la revue de la littérature, précise sur ce sujet, réalisée par

Mullenbach (2007). Ainsi on peut, en utilisant les classifications énoncées dans cet article, catégoriser les actionnaires comme étant une partie prenante « en attente » et « dominante ». En effet, les actionnaires disposent d'un pouvoir légitime leur permettant d'exercer une influence certaine sur l'entreprise (Mitchell et al., 1997). Au sens de Martinet (1984), les actionnaires seraient des parties externes tandis que le CA et le conseil de surveillance seraient des parties prenantes ubiquistes. Enfin au sens de Clarkson (1995), les actionnaires seraient des parties prenantes primaires dont l'entreprise ne peut se passer pour son fonctionnement.

Cette conception est critiquée par certains auteurs dont : Gond et Mercier (2005a), Jensen (2002) et Mullenbach (2007). Jensen la considère au service de l'opportunisme du dirigeant, celui-ci pouvant alors justifier la dégradation des performances financières par la prise en compte des intérêts des parties prenantes. Tandis que Mercier et Mullenbach font une critique de cette théorie en soulignant qu'elle est imprécise sur la nature de la responsabilité et sur le fait que les droits des actionnaires y sont ignorés. Cependant, depuis la crise financière de 2008, les actionnaires sont en quête de légitimité. Ainsi nous gardons cet ancrage théorique pour la partie édictant la nécessité de prendre en compte les parties prenantes pour aboutir sur une situation dite de « *win - win* », en permettant aux organisations d'éviter de se voir imposer des solutions législatives coûteuses et qui nuisent à la liberté du rôle managérial (Freeman, 1984). La théorie des parties prenantes vient prendre appui sur la théorie de la firme (Coase, 1937) afin de la compléter en intégrant son environnement pour dépasser la vision actionnariale et économique classique (Mullenbach, 2007).

La théorie des parties prenantes a servi de base à la construction des théories de la gouvernance partenariale classées en deux courants par Grand et Grill (2020) selon le schéma exposé en début de chapitre (Figure1.1).

2 L'engagement actionnarial dans une perspective de valeur partenarial maximaliste.

Le courant maximaliste de Grand et Grill (2020) se positionne en rupture avec le courant contractualiste considérant l'entreprise comme un système sociotechnique spécifique. On y retrouve plusieurs théories qui ont toutes pour base la théorie des parties prenantes de Freeman (1984).

Quatre théories composent plus particulièrement ce courant maximaliste, chacune présentant différents apports. Si deux théories se concentrent sur les relations que peuvent entretenir les parties prenantes au sein des organisations (Théorie des réseaux sociaux, Rowley, 1997 ; Théorie des compétences, Hillman et Keim, 2001), les deux autres se focalisent plutôt sur l'apprentissage des sociétés (Théorie de la connaissance, Stiglitz et Greenwald, 2017). Elles précisent en quoi la juste utilisation des connaissances et compétences peut amener l'entreprise à détenir un avantage concurrentiel unique (Théorie des ressources, Barney, 1991).

L'intégration des parties prenantes aux théories de la gouvernance commence par l'idée selon laquelle une entreprise vit en réseau (Rowley, 1997). Il s'agit alors de considérer que chaque partie prenante a son réseau propre de relations qui peuvent être interdépendantes. Les notions d'impact et d'influence ne sont plus seulement directes, les parties prenantes pouvant être reliées entre elles sans être reliées radicalement à l'entreprise (relation dyadique) tout en l'influençant indirectement. Les parties prenantes étant en mouvement perpétuel d'influence, l'organisation doit y répondre. La théorie des réseaux sociaux permet une conceptualisation de cet écosystème. Cette considération pour l'intégralité des acteurs gravitant autour de l'activité de l'entreprise est propre à générer de la performance économique selon la théorie des compétences (Hillman et Keim, 2001).

Les approches en matière de ressources et de connaissances sont liées en cela qu'elles proposent des modes de croissances endogènes. La théorie des ressources exprime l'idée que la création de valeur interne est stratégique dans le sens où en amenant connaissance et compétence au sein de l'entreprise (par le biais de ses ressources internes), elle serait plus à même de stimuler et développer des ressources « *ayant une valeur sur le marché, rare, difficilement imitable et non substituable* ».

Il est à noter que certains auteurs rejettent l'utilisation exclusive des théories managériales comme la théorie des parties prenantes, car celle-ci valoriserait trop l'importance de parties prenantes dites primaires dont l'influence n'est pas toujours prédominante (Michotte, 2007 ; Champion et Gendron, 2005) face à des acteurs et influences jugés secondaires (tels les médias, le système éducatif...). De même, l'approche « *stakeholder* » présenterait trop de rigidité et resterait limitée à une description figée, non représentative du processus vivant des interactions sociales (Gond et Mercier, 2005b). Certains auteurs préconisent une approche sociologique

à l'aide des travaux de Norbert Elias [11] (Michotte, 2007), ou encore au travers de la théorie de l'isomorphisme institutionnel (DiMaggio et Powell, 1983 ; Gond et Mercier, 2005b). D'autres auteurs présentent un travail théorique appuyé sur la philosophie (Grand et Grill, 2020) en incluant les concepts de cercle moral de Locke [12], d'ordre économique d'Hume [13] ou encore le contrat social de Rousseau [14]. Ces aspects sociophilosophiques sont des apports intéressants aux théories de la gouvernance dans le sens où leur approche novatrice permet d'apporter un autre regard sur les comportements régissant les êtres humains constituant les organisations que nous étudions.

3 Les théories partenariales minimalistes

Le second courant, dit minimaliste, ne se positionne pas en rupture par rapport à l'approche contractualiste. Il prend néanmoins en considération le fait qu'il existe des parties prenantes avec des spécificités qu'il faut réussir à intégrer.

Dans ce courant, nous n'avons pas de théorie à proprement parler puisque les auteurs proposent des adaptations et intégrations de spécificités aux théories contractualistes. Deux auteurs sont notés dans ce courant ; il s'agit de Blair et Rajan.

Blair a entre 1995 et le début des années 2000, publié plusieurs articles sur le sujet des salariés (Blair, 1995, 2003). Il propose notamment d'intégrer aux théories contractualistes le cas des salariés qui sont pour lui des apports humains non négligeables. Il soumet aussi de revoir l'ensemble du système de rémunération, d'information et d'engagement des salariés.

11. Sociologue, Elias à conceptualisé l'idée que l'individu possède une identité propre mais qu'en s'insérant dans un milieu relationnel il va modifier celle-ci en s'imprégnant des valeurs et schéma de comportements du milieu avec lequel il interagit. Sa théorie débouche sur le courant interactionniste en sociologie.

12. Le cercle moral permet de légitimer le droit de propriété en présentant ce droit comme étant naturel et en accord avec la Loi de nature voulue par Dieu. Une précision est faite sur l'utilisation de ce droit : il est considéré comme juste uniquement s'il ne dégrade pas les situations des autres individus.

13. Hume développe l'idée que la vie en société est mûe uniquement par des raisons économiques.

14. Le contrat social permet, par la recherche de l'intérêt général, de sauvegarder les libertés individuelles. Ce contrat social légitime le pouvoir lorsqu'il trouve son fondement dans la volonté générale

Rajan et Zingales (1998) quant à eux préconisent d'écarter la vision actionnariale pour intégrer une vision partenariale pour trois raisons. Tout d'abord, la diffusion du pouvoir permettrait de limiter les risques de conflits. Ensuite, une vision partenariale permettait de renforcer le pouvoir du capital humain rejoignant en cela Blair et Stout (2001) et Charreaux (2002a). Enfin, une fragmentation du pouvoir entre les parties prenantes serait bénéfique à long terme pour obtenir une convergence des intérêts et limiter des coûts liés aux contrôles.

Nous proposons d'ajouter à ce courant minimaliste une évolution de la théorie de l'agence énoncée par Wiseman et al. (2012).

3.1 Une évolution des théories contractualistes avec la théorie sociale de l'agence

Un élargissement de la théorie contractualiste de l'agence par Wiseman et al. (2012) permet d'intégrer les parties prenantes à la théorie de Jensen et Meckling (1976).

Wiseman et al. (2012) partent du constat qu'à l'intérieur d'une relation d'agence dite classique, les données sociales sont trop souvent oubliées. Par « données sociales » les auteurs entendent inclure les divers contextes sociaux où les conventions institutionnelles et les normes sociales peuvent encourager des intérêts très différents.

Or ces données sociales peuvent exercer une influence en venant bouleverser les mécanismes de contrôle ou d'opportunité. Ils appuient leur nécessité de développer une théorie de l'agence sociale en appuyant sur le fait que certaines cultures ou normes sociales selon les pays, régions, encourageraient la prise en compte des contextes sociaux en renforçant la notion de responsabilité morale.

Les auteurs établissent une liste de critères non quantitatifs, mais susceptibles d'impacter la relation d'agence :

— les normes sociales ;
— la réputation ;
— la honte/culpabilité ;
— la satisfaction personnelle ;
— la confiance ;
— ...

Or ces critères peuvent être des éléments moteurs dans la détermination des motivations poussant les actionnaires à faire preuve d'activisme sur des critères extra-financiers. L'introduction de notions sociologiques devient impérative pour entrevoir le fonctionnement des relations et des comportements d'influence, et en cela la théorie sociale de l'agence se rapprochera des théories néo-institutionnelles.

Cette théorie (sociale de l'agence) se situe à la rencontre des théories contractualistes tout en incluant les intérêts des parties prenantes. Nous la classerons comme faisant partie des théories partenariales et incluses dans le courant minimaliste.

3.2 Un modèle multiple décrit par la théorie néo-institutionnelle

La théorie néo-institutionnelle a été formulée en 1983 par DiMaggio et Powell (1983), deux sociologues américains. Leur approche est telle que les organisations tendraient à adopter des pratiques par une possibilité de processus dit « changement isomorphique » au nombre de trois et décrit comme suit :

— Un processus coercitif : il découlerait de l'adoption des normes et pratiques contraintes de façon légale et engendrant des sanctions en cas de non-respect.

— Un processus normatif : plus du fait des normes de la branche professionnelle ou du contexte, basé sur l'éducation des personnes physiques. Le prêche par des organismes de bonnes pratiques tel que ; Novethic, Proxinvest, l'ORSE [15], comité 21 [16] ou encore la WBCSD [17] pour ce qui est relatif aux investissements socialement responsables.

— Un processus de mimétisme : il s'agit ici, comme son nom l'indique, d'agir par effet de mime en incorporant à l'organisation des pratiques jugées « *successful* ».

Il est évident que ces trois processus, bien que pouvant se retrouver de façon unique, peuvent également être complémentaires au sein d'une même organisation. Girard et Gates (2013) énoncent que la vocation de l'engagement actionnarial est l'exercice d'une fonction plus normative (en comparaison avec l'activisme actionnarial qui aurait une vocation coercitive).

15. Observatoire de la Responsabilité Sociétale des Entreprises
16. Comité français pour l'environnement et le développement durable
17. *World Business Council for Sustainable Development*

Au sein des entreprises ayant pris des décisions à vocation sociétale sur la dernière décennie, on retrouve facilement au moins l'un de ses trois processus.

Dans le processus coercitif, nous pouvons citer l'obligation d'établissements des bilans sociaux (obligatoires dans les entreprises de plus de 300 salariés).

En processus normatif, nous constatons l'apparition quasi systématique de modules autour du développement durable dès le lycée et de façon croissante en études universitaires, l'organisation de conférences sur la finance verte et sociale également.

Le processus de mimétisme est plus difficile à évaluer mais reste cependant intuitif.

Cette théorie permet de justifier l'adoption par les organisations d'un comportement mimétique. Elle nous éclaire aussi sur l'importance du processus coercitif face aux évolutions institutionnelles et leurs conséquences possibles sur les comportements des entreprises (Cundill et al., 2018).

CONCLUSION

Si la légitimité des actionnaires à s'exprimer provient à la fois de leurs droits de propriété (Alchian et Demsetz, 1975) et de l'usage de leur voix (Hirschman, 1970), on constate que les relations les liant au dirigeant sont mues par des coûts et mécanismes clairement identifiés (Jensen et Meckling, 1976). Toutefois, se limiter à ces théories contractualistes ne vaut que dans une perspective d'étude de l'activisme actionnarial (avec un but et une vision actionnariale (financière) uniquement).

C'est pourquoi, dans nos travaux portant sur l'étude de l'engagement actionnarial et visant à dépasser les critères financiers en intégrant les enjeux sociaux et environnementaux, il est primordial d'y adjoindre la notion de parties prenantes (Freeman, 1984). Nous nous positionnons ainsi dans une vision partenariale des théories de la gouvernance mais dans un courant minimaliste au sens de Grand et Grill (2020). Nous ne rejetons pas les théories contractualistes mais nous nous attachons à les adapter et les compléter.

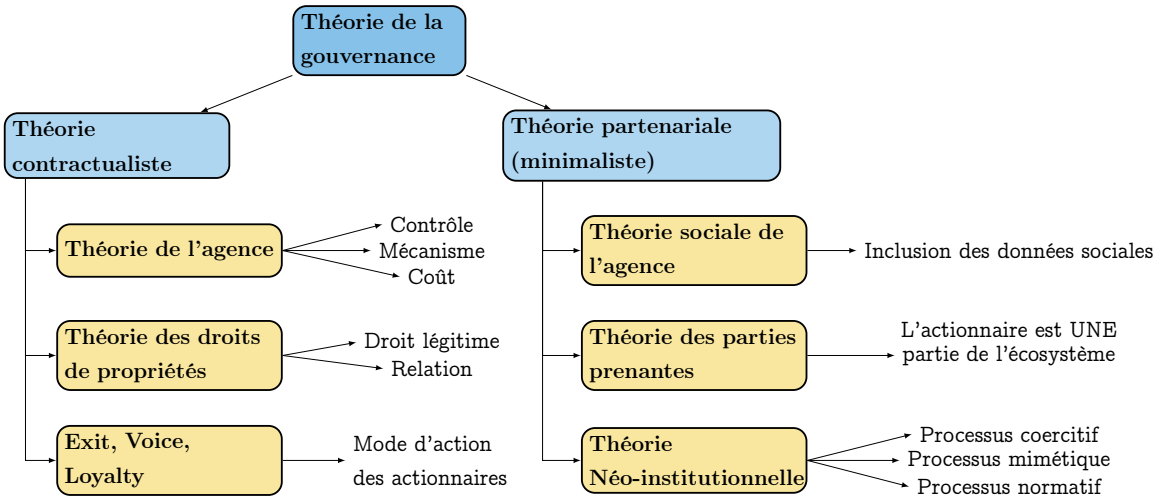


FIGURE 1.3 – Les théories retenues pour l'étude de l'engagement actionnarial

L'utilisation de ces différentes théories est indispensable à la bonne compréhension des relations et motivations sous-jacentes aux acteurs que nous allons étudier.

Pour les théories partenariales quel que soit le courant, minimaliste ou maximaliste, la viabilité long terme, va passer par la réalisation du bien commun et de l'intérêt collectif. Le dirigeant ne doit donc plus, comme dans les théories contractualistes, viser uniquement la maximisation de la richesse actionnariale mais bien être impartial, bienveillant et maître de soi-même. Les études semblent prouver

que la prise en compte de l'ensemble des intérêts, très différents, des parties prenantes est propre à améliorer les performances économiques mais également sociales de l'entreprise en question (Persais, 2006).

Si la théorie d'Hirschman (1970) est un fil directeur au sein de nos travaux, nous aurons néanmoins une utilisation différente de ces deux branches théoriques selon nos études.

Dans notre deuxième étude nous utiliserons plutôt les théories contractualistes afin de chercher à comprendre les freins et motivations des investisseurs institutionnels pratiquant l'engagement actionnarial (Cf. Chapitre 5). Cette relation, dont la légitimité prend source dans la notion de pouvoirs contractuels, est typique des mécanismes décrits par la théorie de l'agence. De plus, nous nous attarderons en partie dans cet essai sur les coûts (financiers et humains) liés au contrôle des dirigeants opérés par les actionnaires.

À l'inverse, dans la dernière étude (Cf. Chapitre 6), nous nous intéresserons uniquement aux parties prenantes « externes » à l'entreprise (Théorie des parties prenantes, Freeman, 1984) avec un prisme focalisé sur le rôle des ONG. Les théories partenariales seront utilisées afin de nous éclairer sur les liens et les processus (Théorie Néo-Institutionnelle, DiMaggio et Powell (1983)) utilisés par celles-ci dans le cadre de leur participation à l'engagement actionnarial.

Chapitre 2

L'écosystème français

Les acteurs de l'engagement actionnarial (Section 2) dépassent le simple cadre des actionnaires, mais intègrent bien un ensemble de parties prenantes ayant un rôle directs avec la pratique en France.

Ces acteurs et particulièrement leurs rôles, pouvoirs et devoirs sont régis par une réglementation européenne et française dense dont nous essayerons de rendre compte (Section 1).

Section 1 Le contexte institutionnel de l'engagement actionnarial

Si parfois la réglementation semble limitante voir insuffisante, elle reste cruciale pour relancer l'attention et le débat autour de la relation entre investisseurs et entreprises. Elle permet le plus souvent l'adoption d'une culture des acteurs financiers tournée vers le dialogue (Fenwick et Vermeulen, 2018). Le cadre réglementaire permet à la fois d'inciter à l'adoption de meilleurs pratiques (1) et vient encadrer l'exercice de la démocratie actionnariale (2).

1 Les incitations en faveur des démarches environnementales, sociales et de gouvernance

L'engagement actionnarial ne peut se développer sans une base réglementaire forte. En Europe cette base juridique s'est concentrée en deux endroits.

Premièrement, sous forme incitative des acteurs financiers via la diffusion de préconisations visant à encourager les organisations à adopter des démarches de développement durable. Cette incitation se traduit notamment par la promotion de la démarche RSE ou encore la prise en compte des inégalités sociales au sein de leurs divulgations d'informations extra-financières.

Deuxièmement, la réglementation vient agir sur les obligations de publication d'informations extra financières par les entreprises. Ce dernier point vient ainsi participer à la réduction de l'asymétrie d'information (énoncée par la théorie de l'agence Cf. Chapitre 2 Section 1.2.) et protéger les actionnaires. La France se situe parmi les pionnières en termes de législation sur ces sujets.

1.1 Une démarche "responsable" des acteurs économiques au travers des réglementations sur la responsabilité sociale des entreprises et sur l'investissement socialement responsable

Au niveau international les démarches responsables sont fortement encouragées par l'organisation des Nations unies. Ils ont fait évoluer les dix principes vus dans la section 1 de la partie préliminaire en dix-sept Objectifs de Développement Durable (ODD) en 2015, comme suit :

1. Pas de pauvreté
2. Faim Zéro
3. Bonne santé et bien-être
4. Éducation de qualité
5. Égalité entre les sexes
6. Eau propre et assainissement
7. Énergie propre et d'un coût abordable
8. Travail décent et croissance économique

9. Industrie, innovation et infrastructure
10. Inégalités réduites
11. Villes et communautés durables
12. Consommation et production responsables
13. Mesures relatives à la lutte contre les changements climatiques
14. Vie aquatique
15. Vie terrestre
16. Paix, justice et institutions efficaces
17. Partenariats pour la réalisation des objectifs

Déclinés en 169 cibles, ces objectifs sont une incitation institutionnelle à l'engagement avec un horizon 2030.

Dès le début des années 2000, l'Europe s'engage en termes de RSE par deux biais :

— Le livre vert en 2001 (re publié en 2011).
— La mise en place d'un plan stratégique sur la période 2011-2014.

Le livre vert a pour but de « *promouvoir un cadre européen pour la responsabilité sociale des entreprises qui souligne l'importance de l'intégration de la RSE dans la gouvernance des entreprises* » (Commission Européenne, 2001). Avec la rédaction de ce livre vert, la Commission européenne souhaite engager les entreprises dans une démarche d'inclusion et de prise en considération de l'ensemble des parties prenantes externes. Au niveau interne, les sujets liés à la gestion des salariés (santé et sécurité, formation, égalité salariale ...) figurent parmi les engagements que doivent prendre les entreprises. Une incitation à la publication de rapports et à la labélisation éthique est vivement encouragée de même que l'ISR est promu comme un outil indispensable à l'engagement RSE.

Toutefois ce livre vert n'a pas de force légale et ne présente que des recommandations. C'est pourquoi dans les années qui ont suivi, des réglementations contraignantes sont venues transformer les recommandations de ce livre vert et particulièrement la directive européenne 2003/51/CE[1] qui entraîne la mise en place de nouvelles dispositions ayant pour objectif la modernisation des

1. www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000000702573 Consultation actualisée en date du 29/10/2022

comptes. Cette directive prévoit, pour les comptes établis à partir de 2005, que les entreprises européennes « *doivent dans la mesure nécessaire à la compréhension de l'évolution de leurs affaires, leurs résultats ou leur situation, procéder à une analyse comportant des indicateurs clés de performance de nature tant financière que, le cas échéant, non financière ayant trait à leur activité spécifique, notamment des informations relatives aux questions d'environnement et de personnel* ».

En France, les premiers questionnements concernant la RSE et l'adoption d'une bonne gouvernance viennent des rapports Viénot [2] (1995, 1999) et Bouton [3] (2002). Ces rapports ont posé les bases du code Afep-Medef [4] adopté en 2003 et plusieurs fois amendé (2008, 2013, 2018). Ce code de bonnes pratiques à destination des entreprises françaises cotées, fait plusieurs recommandations, principalement en termes de gouvernance, parmi lesquelles on retrouve :

— La séparation des fonctions de directeur du CA et de président-directeur général ;
— De nombreuses recommandations concernant la rémunération des dirigeants ;
— Des précisions sur les comités spécialisés ;
— Et plus particulièrement sur la promotion de création de valeur à long terme.

Un grand nombre de ses recommandations a été ultérieurement inclus dans des lois tandis que d'autres restent à l'état de préconisations de bonnes pratiques.

1.2 La divulgation des informations extra-financières

En parallèle et suivant la directive 2003/51/CE précédemment évoquée ci-dessus, une accélération notable dans les initiatives gouvernementales, en matière de divulgation d'informations environnementales, sociales et de gouvernance, est à noter. Nous en évoquerons ici quelques-unes parmi les plus marquantes.

La France a été pionnière de la divulgation d'informations extra-financières avec l'article 116 de la loi NRE de 2001 qui cible les entreprises cotées. Cette loi soumet les sociétés cotées en bourse à une prise en compte des impacts sociaux et

2. ecgi.global/download/file/fid/9211. Consultation actualisée en date du 29/10/2022
3. www.votre-administrateur.com/wp-content/uploads/2017/01/10_RAPPORT-BOUTON-2002.pdf. Consultation actualisée en date du 29/10/2022
4. afep.com/wp-content/uploads/2020/01/Code-Afep_Medef-r%C3%A9vision-janvier-2020_-002.pdf. Consultation actualisée en date du 29/10/2022

environnementaux de leurs activités. Elle vise à limiter les externalités négatives en agissant sur trois domaines : l'activité financière, la concurrence et l'entreprise elle-même [5]. Des précisions quant au contenu précis des informations à fournir seront apportées par un décret l'année suivante. Le tout sera fortement renforcé par la loi Grenelle II en 2010.

Le Grenelle de l'environnement qui s'est déroulé en France en 2007 aboutit à la promulgation de deux lois ; la loi Grenelle I (loi n°2009-967 du 3 août 2009 [6]) et la loi Grenelle II (loi n°2010-788 du 12 juillet 2010 [7]), comportant respectivement 57 et 257 articles. Parmi ceux-ci, plusieurs prennent des dispositions en matière de divulgation d'informations extra financières.

L'article primordial, dans le cadre de notre étude, de la loi Grenelle I est l'article 53 [8] disposant que « *La qualité des informations sur la manière dont les sociétés prennent en compte les conséquences sociales et environnementales de leur activité et l'accès à ces informations constituent des conditions essentielles de la bonne gouvernance des entreprises* ».

La loi Grenelle II renforce de nombreuses contraintes particulièrement sur les publications de rapports. L'article 75 [9] impose ainsi l'obligation d'établir un bilan des émissions de gaz à effet de serre pour les entreprises de plus de 500 salariés (ou 250 salariés pour les entreprises des grandes agglomérations et d'outre-mer), tandis que l'article 225 [10] étend l'obligation d'informations environnementales et sociales à un plus grand nombre d'entreprises. Ainsi toutes les entreprises cotées en bourse ont l'obligation de publier un rapport annuel présentant les conséquences environnementales de leur activité. Cette nouvelle loi et particulièrement le décret d'application de 2012 vient réduire considérablement les asymétries d'informations existantes et diminue également les coûts de recherches et d'informations pour les actionnaires.

5. Source Novethic
6. www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000020949548/ Consultation actualisée en date du 29/10/2022
7. www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000022470434/ Consultation actualisée en date du 29/10/2022
8. www.legifrance.gouv.fr/loda/article_lc/LEGIARTI000038589942 Consultation actualisée en date du 29/10/2022
9. www.legifrance.gouv.fr/jorf/article_jo/JORFARTI000022470999 Consultation actualisée en date du 29/10/2022
10. www.legifrance.gouv.fr/jorf/article_jo/JORFARTI000022471678 Consultation actualisée en date du 29/10/2022

Le décret d'application publié en 2012 [11] impose une liste d'informations à fournir dans le rapport que nous avons repris dans les trois tableaux ci-dessous.

Emploi	- L'effectif total et la répartition des salariés par sexe, âge et zone géographique - Les embauches et les licenciements - Les rémunérations et leur évolution - L'organisation du temps de travail - L'absentéisme
Relations sociales	- L'organisation du dialogue social, notamment les procédures d'information et de consultation du personnel et de négociation avec celui-ci - Le bilan des accords collectifs
Santé et sécurité	- Les conditions de santé et de sécurité au travail - Les accidents du travail, notamment leurs fréquences et leurs gravités, ainsi que les maladies professionnelles - Le bilan des accords signés avec les organisations syndicales ou les représentants du personnel en matière de santé et de sécurité au travail
Formation	- Les politiques mises en œuvre en matière de formation - Le nombre total d'heures de formation
Égalité de traitement	- Les mesures prises en faveur de l'égalité entre les femmes et les hommes - Les mesures prises en faveur de l'emploi et de l'insertion des personnes handicapées - La politique de lutte contre les discriminations
Promotion et respect des stipulations des conventions de l'Organisation internationale	- Concernant le respect de la liberté d'association et du droit de négociation collective - Visant à l'élimination du travail forcé ou obligatoire - Ayant pour but l'élimination des discriminations en matière d'emploi et de profession - Avec pour objectif l'abolition effective du travail des enfants

TABLE 2.1 – Liste d'informations sociales à incorporer au rapport annuel en vertu du décret d'application de la loi Grenelle II de 2012

11. www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000025746900. Consultation actualisée en date du 29/10/2022

Politique générale en matière environ-nementale	- L'organisation de la société pour prendre en compte les questions environnementales et, le cas échéant, les démarches d'évaluation ou de certification en matière d'environnement - Les actions de formation et d'information des salariés menées en matière de protection de l'environnement - Les moyens consacrés à la prévention des risques environnementaux et des pollutions - Le montant des provisions et garanties pour risques en matière d'environnement, sous réserve que cette information ne soit pas de nature à causer un préjudice sérieux à la société dans un litige en cours
Pollution et gestion des déchets	- Les mesures de prévention, de réduction ou de réparation de rejets dans l'air, l'eau et le sol affectant gravement l'environnement - Les mesures de prévention, de recyclage et d'élimination des déchets - La prise en compte des nuisances sonores et de toute autre forme de pollution spécifique à une activité
Utilisation durable des ressources	- La consommation d'eau et l'approvisionnement en eau en fonction des contraintes locales - La consommation de matières premières et les mesures prises pour améliorer l'efficacité dans leur utilisation - La consommation d'énergie, les mesures prises pour améliorer l'efficacité énergétique et le recours aux énergies renouvelables - L'utilisation des sols

TABLE 2.2 – Liste d'informations environnementales à incorporer au rapport annuel en vertu du décret d'application de la loi Grenelle II de 2012

Changement climatique	- Les rejets de gaz à effet de serre - L'adaptation aux conséquences du changement climatique
Protection de la biodiversité	- Les mesures prises pour préserver ou développer la biodiversité
Impact territorial, économique et social de l'activité de la société	- En matière d'emploi et de développement régional sur les populations riveraines ou locales
Relations entretenues avec les parties prenantes externes	- Les conditions du dialogue avec ces personnes ou organisations - Les actions de partenariat ou de mécénat
Sous-traitance et fournisseurs	- La prise en compte dans la politique d'achat des enjeux sociaux et environnementaux. - L'importance de la sous-traitance et la prise en compte dans les relations avec les fournisseurs et les sous-traitants de leur responsabilité sociale et environnementale
Loyauté des pratiques	- Les actions engagées pour prévenir la corruption - Les mesures prises en faveur de la santé et de la sécurité des consommateurs

TABLE 2.3 – Liste d'informations relatives aux engagements sociétaux en faveur du développement durable à incorporer au rapport annuel en vertu du décret d'application de la loi Grenelle II de 2012.

Ces listes permettent d'assurer une grande diversité et exhaustivité dans les informations extra-financières à disposition des parties prenantes.

La loi n° 2015-992 du 17 août 2015 [12] (loi de Transition Énergétique pour la Croissance Verte dite LTECV) et en particulier l'article 173 — VI, impose aux investisseurs institutionnels l'obligation de publier des rapports intégrant leurs risques climatiques, l'empreinte carbone de leurs portefeuilles, leurs investissements verts et l'inclusion des critères ESG dans leurs décisions.

12. www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000031044385/ Consultation actualisée en date du 23/10/2022

Particulièrement la trame à respecter est la suivante :

1. Présentation de la démarche générale en matière d'ESG.
2. Politique d'investissement (détail sur la prise en compte des critères ESG dans celle-ci).
3. Nature des critères pris en compte.
4. Transparence sur les informations utilisées pour la réalisation de l'analyse.
5. Méthodologie et résultats de l'analyse.

L'article 173 vient également renforcer l'importance des parties prenantes externes en imposant la réalisation d'un bilan de mise en oeuvre par l'État, mais également en légitimant l'évaluation des rapports par les ONG et associations ou coalition d'actionnaires.

Ces dispositions viennent renforcer et garantir la transparence et l'exhaustivité des informations à dispositions des actionnaires.

Le règlement (UE) 2019/2088 [13] du parlement européen du 27 novembre 2019 (règlement *Disclosure*) crée de nouvelles obligations de transparence en matière de durabilité pour les acteurs de marché. L'objectif de cette réglementation est de créer une meilleure transparence de l'information grâce à un cadre défini pour les produits durables sur le marché européen. Elle délivre de nouvelles obligations et normes communes de reporting pour les sociétés de gestion et les conseillers financiers.

2 Les réglementations liées à l'exercice de la démocratie actionnariale

« *L'association étroite entre la démocratie et les sociétés par actions est un phénomène long, lent et très progressif qui s'est construit à petits pas* ». (Crocquevieille, 2018)

La démocratie actionnariale est l'organisation d'un contre-pouvoir de contrôle de la gouvernance. En exerçant leurs droits, les actionnaires, qui sont également des créanciers de l'entreprise, participent au contrôle et à la mise en place de la stratégie de l'entreprise.

13. eur-lex.europa.eu/legal-content/fr/ALL/ ?uri=CELEX%3A32019R2088
Consultation actualisée en date du 29/10/2022

Le cadre légal qui entoure l'engagement actionnarial définit des règles de protections des actionnaires minoritaires. En France, ces règles ont considérablement évolué depuis les années 90. Par ailleurs, celles-ci ne font pas la différence entre engagement actionnarial et activisme actionnarial.

On assiste depuis le début des années 2000 à un « empilement législatif » dont les plus importantes lois pour les actionnaires sont : la loi Nouvelles Régulations Économiques en 2001, la loi dite de sécurité financière [14] (LSF) en 2003, l'ordonnance de 2004 sur les valeurs mobilières [15], la loi de confiance et modernisation de l'économie [16] en 2005 ou même la loi de modernisation de l'économie en 2008 [17] (2018).

Les premières législations permettant aux actionnaires de se regrouper sous forme d'associations datent des années 1989 et 1994 : elles sont le point de départ annonçant les prémices d'un engagement des actionnaires en France. Ce sont notamment ces deux lois qui permettront la création et la légitimité des associations d'actionnaires telles que l'Association de Défense des Actionnaires Minoritaires (ADAM) (Grumberg et Darriet, 2017). La première de ces lois, la loi n°89-421 du 23 juin 1989 [18], assure la reconnaissance des droits d'association des investisseurs. Elle permet de représenter devant toute juridiction les investisseurs victimes de préjudices liés à leur activité. La seconde loi, la loi n°94-679 du 8 août 1994 [19], permet l'action en réparation de préjudices subis à titre individuel (Grumberg, 2017).

Nous développerons dans cette sous-partie tout d'abord les réglementations venant encadrer l'exercice du droit de vote des actionnaires en assemblées générales (2.1) pour détailler ensuite celles encadrant le dépôt de résolutions externes (2.2).

14. www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000000428977/ Consultation actualisée en date du 29/10/2022
15. www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000000804070 Consultation actualisée en date du 29/10/2022
16. www.legifrance.gouv.fr/dossierlegislatif/JORFDOLE000017758766/ Consultation actualisée en date du 29/10/2022
17. www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000019283050/ Consultation actualisée en date du 29/10/2022
18. www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000000321872 Consultation actualisée en date du 29/10/2022
19. www.legifrance.gouv.fr/loda/id/LEGISCTA000006103618 Consultation actualisée en date du 29/10/2022

2.1 Les réglementations relatives à l'exercice du droit des votes des actionnaires en assemblées générales.

La loi n°2003-706 du 1er août 2003 (plus communément appelée : loi de sécurité financière) oblige les sociétés de gestion de portefeuille à publier leurs politiques de vote.

La loi n°2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie vient encourager la détention d'actions de long terme par un mécanisme d'incitation favorable aux actionnaires de long terme.

Le décret n°2006-1566 du 11 décembre 2006 [20], permet la préservation de la liquidité du portefeuille de titres en enregistrant le pourcentage de droits de vote trois jours avant la tenue de l'AG, au lieu de bloquer la participation financière durant les cinq jours précédant l'AGA.

En matière de transparence sur les votes, l'article 314-102 du règlement AMF (2007) impose la mise à disposition des informations et résultats des votes exprimés et abstentions par résolution.

L'ordonnance n°2010-1511 du 9 décembre 2010 [21] donne indirectement plus de pouvoir aux sociétés de conseil de vote. De plus, l'ordonnance introduit en droit français des dispositions relatives à la sollicitation active de mandats qui peut être utilisée par les activistes recherchant le soutien d'autres actionnaires.

La loi n°2014-384 du 29 mars 2014 [22], dite loi Florange, a pour objet de favoriser l'actionnariat de long terme en attribuant un droit de vote double dans les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, à toutes les actions détenues à titre nominatif par le même actionnaire depuis au moins deux ans. Cette disposition remet en question le principe d'un seul droit de vote associé à la détention d'une action. Elle conforte le management de la société ciblée par les activistes lorsqu'il existe des actionnaires majoritaires. En revanche, dans le cas d'un actionnariat dispersé, cette réglementation peut favoriser les actionnaires minoritaires engagés (Grumberg & Darriet, 2017). La loi Florange vient également

20. www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000000423792 Consultation actualisée en date du 29/10/2022
21. www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000023212840 Consultation actualisée en date du 29/10/2022
22. www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000028811102/ Consultation actualisée en date du 29/10/2022

renforcer le mécanisme de défense des entreprises en cas d'opération d'offre publique en neutralisant le principe de neutralité. Ce principe imposait à la société d'obtenir un accord de l'AG afin d'engager toute action qui permettrait de faire échouer l'Offre Publique d'Achat (OPA).

La loi Sapin du 9 décembre 2016[23], dite loi Sapin II, introduit le *Say-on-Pay* contraignant. Dans les sociétés cotées, un vote annuel des actionnaires est imposé concernant les principes et les critères de détermination, de répartition et d'attribution des éléments fixes, variables et exceptionnels composant la rémunération totale concernant les mandataires sociaux (président, directeur général et directeur général délégué). Ils se prononcent par exemple sur les rémunérations des dirigeants dans le cadre du *Say-on-Pay*. Dans ce cas, les actionnaires exercent leur droit de vote concernant une résolution interne (émanant du management) au sujet des rémunérations.

2.2 Les réglementations relatives au dépôt de résolution externe

La majorité des mesures réglementant le cadre des dépôts de résolutions en Europe (et donc en France) se retrouvent dans les directives européennes 2017/828 « *en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires* »[24] modifiant la directive 2007/36/CE « *concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées* »[25]. Ces deux directives sont plus communément connues sous le nom de directive SRD (*Shareholder Rights Directive*[26]) I et directive SRD II. Elles viennent faciliter l'exercice du vote par les actionnaires notamment en venant abolir les coûts et difficultés du vote à distance ou du système de vote par procuration (Van der Elst, 2019).

Toutefois la loi ayant refondé intégralement la réglementation entourant les sociétés et particulièrement la prise en compte et la protection des parties prenantes est la loi n°66-537 du 24 juillet 1966[27] (Crocquevieille, 2018). Cette loi permet,

23. www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000033558528/ Consultation actualisée en date du 29/10/2022
24. www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000035601909 Consultation actualisée en date du 29/10/2022
25. www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000000519020 Consultation actualisée en date du 29/10/2022
26. Directive pour le droit des actionnaires
27. www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000000692245/ Consultation actualisée en date du 29/10/2022

notamment, aux associations d'actionnaires qui auront reçu un agrément de la part de la commission des opérations de bourse, d'obtenir des droits renforcés. Elle rend possible certaines actions en termes de droits à l'information et de pouvoir de parole comme :

— Le droit de déposer des résolutions lors de l'AG ;
— Le droit de demander la désignation d'un mandataire de justice afin de convoquer une AG ;
— Le droit de récuser le commissaire aux comptes ;
— Le droit de demander, en justice, une expertise de gestion dans le but de collecter des informations complémentaires sur une ou plusieurs opérations de gestion.

La loi NRE, abaisse le seuil de détention du capital social minimal pour déposer une résolution externe en le fixant à 5 % contre 10 % auparavant. Ce pourcentage reste toutefois très élevé par rapport aux pays de droit commun. En revanche l'article 116 de cette même loi fait de la France une pionnière du *reporting* extra-financier. Cet article, au-delà d'imposer l'établissement d'un rapport environnemental et social, vient inciter la mise en place d'une stratégie RSE (Cf. section précédente).

Le dirigeant fondateur du fonds d'investissement Meeschaert milite pour une suppression du seuil de détention à 0,5% des actions d'une entreprise actuellement obligatoire pour déposer une résolution externe. Il écrit, dans une tribune des échos [28] en mai 2020 : « *Donnons l'occasion aux actionnaires d'influencer la stratégie des entreprises face à des conseils d'administration souvent rétifs* ». Il met en avant plusieurs arguments en faveur d'une abolition de ce seuil :

— La France est le seul pays demandant un taux aussi élevé ;
— Cette inégalité est fortement défavorable aux actionnaires minoritaires [29] ;
— La procédure réglementaire suivant le franchissement de seuil est un nouvel élément dissuasif ;
— Ce seuil ancre et permet de faire perdurer des situations de conflits et de non-indépendance au sein des CA ;
— Cela traduit d'une limitation de la démocratie actionnariale empêchant l'engagement actionnarial et l'exercice de la responsabilité des actionnaires.

28. www.lesechos.fr/idees-debats/cercle/pour-un-renouveau-de-lengagement-actionnarial-1201981. Consulté le 23/10/2022

29. Le montant correspond à 25 millions d'euros pour la plus petite capitalisation boursière du CAC40

Section 2 Les acteurs de l'engagement actionnarial en France

L'actionnariat français présente cette particularité d'être composé d'investisseurs présentant un intérêt au sein de la société dans laquelle ils deviennent actionnaires. Nous penserons ainsi à l'émergence et à la particularité française de l'actionnariat salarié. Cette particularité, dans la composition du capital, est à mettre en contraste avec les pays anglo-saxons dans lesquels la prédominance est la prévalence de l'actionnaire cherchant uniquement une rentabilité financière. Les termes anglais désignent cette dualité de catégories d'acteurs par : *shareholder* (désignant l'actionnaire « simple ») en opposition avec le terme de *stakeholder* (désignant les parties prenantes) (Mottis et Philipponnat, 2020).

Dans cette section nous nous intéresserons tout d'abord aux différentes catégories d'acteurs et leurs relations pour ensuite nous attarder sur les modes d'action à leur disposition et l'utilisation faite.

Les investisseurs institutionnels constituent la base des entreprises et influencent les stratégies mises en place par celles-ci (Bughin et al., 2011). Ils ne sont cependant pas les seuls acteurs à intervenir dans le processus de l'engagement actionnarial. En effet, un certain nombre d'acteurs que nous qualifierons d'indirects vont jouer un rôle plus ou moins fort dans la pratique et les processus d'engagement de ses actionnaires.

1 Les actionnaires

Les formes d'actionnariat sont diverses. Nous proposons d'établir un classement en deux catégories : d'un côté les actionnaires par vocation, dont le but et le métier sont l'investissement (nous les qualifierons d'actionnaires professionnels) et de l'autre les actionnaires par mission devenant actionnaires dans un objectif d'actions précis.

Les actionnaires par vocation seront les investisseurs institutionnels (1.1) tandis que les actionnaires par mission seront : l'État, les salariés et les ONG (1.2).

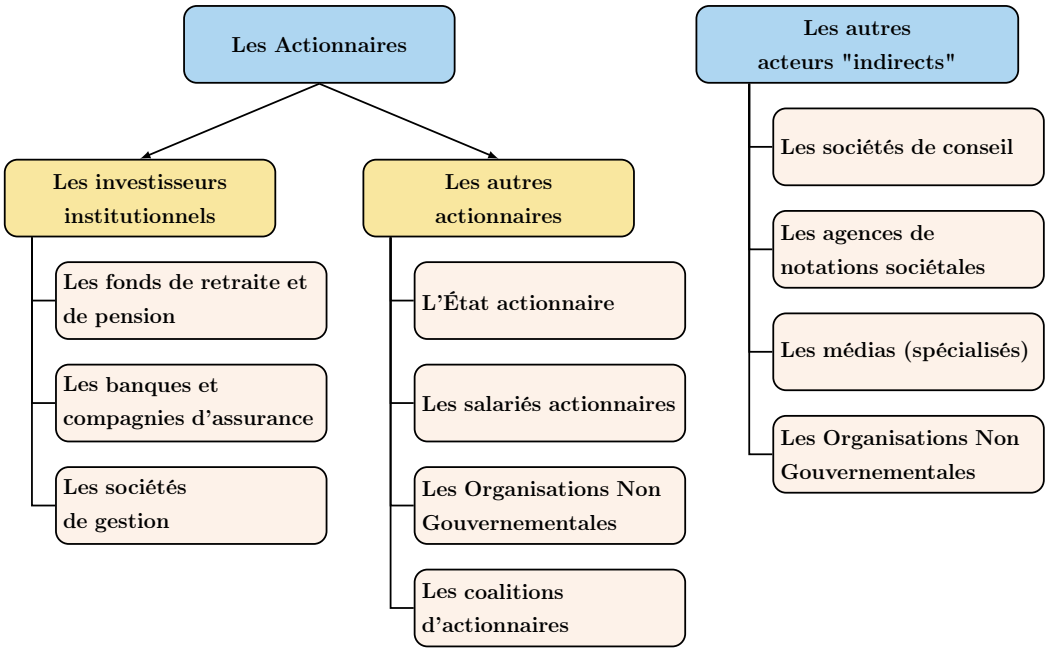


FIGURE 2.1 – Les acteurs de l'engagement actionnarial en France

1.1 Les investisseurs institutionnels

Les évolutions de l'activisme actionnarial en France conduisent à une institutionnalisation des groupements d'actionnaires souhaitant exercer leur pouvoir et influencer les décisions des dirigeants. C'est ce que le journal Les Échos a qualifié de « professionnalisation » [30]. L'apparition d'une forme forte et organisée d'activisme a bouleversé les relations interorganisationnelles. Ces dernières ne sont pas prises en compte par la théorie de l'agence, car ce sont des relations subies et non construites. C'est ainsi que l'un des mécanismes définis par Jensen et Meckling (1976) dans la théorie de l'agence devient une réalité : celle de la participation des actionnaires, même minoritaires, aux AG. Nous avons déjà abordé ce sujet dans l'ancrage théorique (Cf. Chapitre 1, Section 1. 2).

Un investisseur institutionnel peut se définir comme « *un investisseur dont les fonds sont gérés par des managers professionnels à l'intérieur d'une organisation et qui investit au profit d'un groupe d'individus, d'une autre organisation ou d'un groupe d'organisations* » (Brancato, 1996). On retrouve dans cette définition les éléments caractéristiques de la théorie de l'agence à savoir un agent (le manager professionnel) et un principal (le groupe d'individus). Le manager professionnel ainsi décrit portera plus souvent le nom de « gestionnaire de fonds ». Il

30. www.lesechos.fr/2008/04/lactivisme-actionnarial-se-professionnalise-1078576. Consulté le 10/04/2020.

est la personne physique décisionnaire pour le compte de la personne morale qu'est l'organisme de gestion plus communément nommé « fonds de gestion » (Bouzoubaa, 2015).

Les investisseurs institutionnels peuvent également être définis comme étant des « *institutions ou organisations structurellement excédentaires, généralement à propriété morale, qui investissent régulièrement des capitaux, faisant de plus en plus recours à la délégation de leur gestion, sur les marchés financiers ou immobiliers* » (Boulier et Pardo, 2005).

Nous pouvons constater, par le biais de ses définitions, que les investisseurs institutionnels ont deux caractéristiques fondamentales. La première est l'existence d'une structure juridique accordant la personnalité morale à ces investisseurs. La seconde étant le rôle clairement défini de ces investisseurs ; des intermédiaires financiers entre apporteurs de capitaux, ou agents à capacité de financements (épargnants) et agents en recherche de financements (entreprises) (Lavigne, 2004). Cette relation est possible par la délégation de gestion qu'offre l'épargnant aux investisseurs institutionnels.

F.Demarigny (1994) établit un modèle des stratégies d'achats permettant une classification des investisseurs institutionnels en quatre groupes. Ce modèle définit quatre types de participations :

— Stratégiques : il s'agira d'acheter un nombre d'actions suffisantes à une prise de contrôle, généralement dans une structure proche du cœur de métier de l'investisseur institutionnel.
— De « place » : nommées ainsi lorsque le pourcentage de détention est insuffisant à un blocage, mais supérieur à 5%. La motivation deviendrait alors participative et le pouvoir serait celui d'une partie pivot veillant à un maintien de l'équilibre des forces en présence.
— Non-stratégiques : lorsque la détention est inférieure à 5% et composée à la fois d'actions de placements et de participations.
— De placements purs : qui désigneront les achats représentant moins de 1% ayant pour unique objectif une minimisation des risques pour l'investisseur institutionnel.

S.Lavigne (2004) détermine également quatre groupes d'investisseurs institutionnels, mais en se basant sur les types et finalités d'investissements et sur les horizons (l'horizon de placement est également la caractéristique retenue

en 2008 par Aglietta) et non sur les stratégies d'achats aboutissant à la classification suivante :

— OPCVM [31]
— Fonds de pension
— Compagnie d'assurance
— *Hedge Fund*

Le montant des actifs gérés par ces fonds ne cesse de croître ; + 34,6% entre 2014 et 2017 selon une étude de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). On peut également y ajouter deux autres types de catégories émergentes qui sont les fonds souverains et l'actionnariat salarié qui seront développés dans un deuxième temps.

Nous étudierons les investisseurs institutionnels français via le classement suivant : les fonds de retraites et de pensions (1.1.1), les banques et compagnies d'assurance (1.1.2) et les fonds de gestion (1.1.3) (Jeffers et Plihon, 2001 ; Bouzoubaa, 2015)

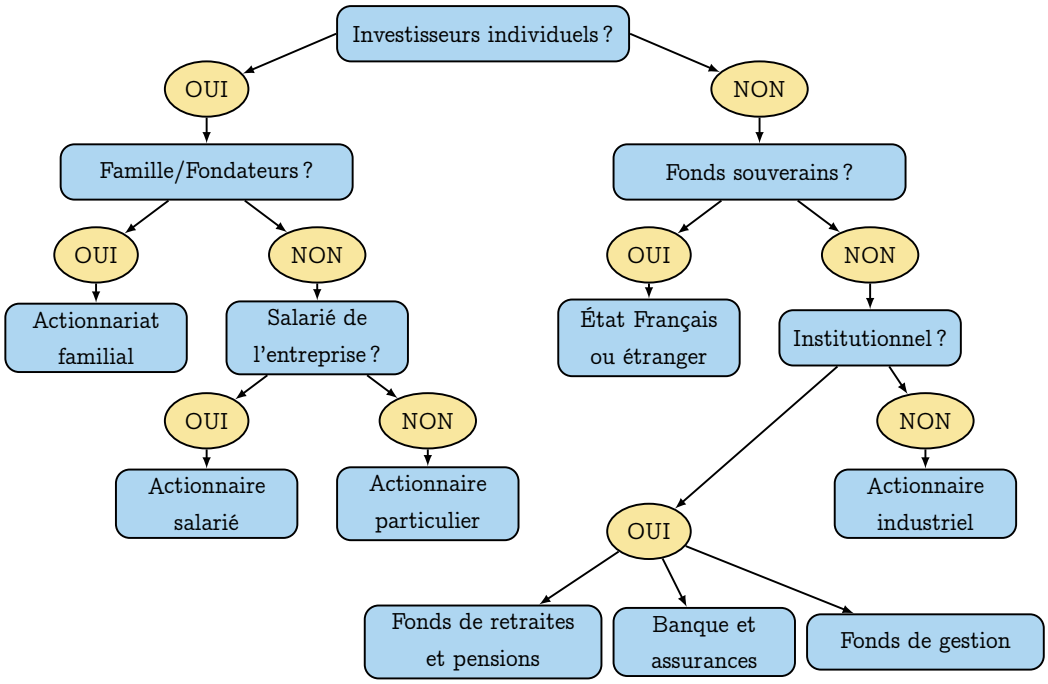


FIGURE 2.2 – Classification des Investisseurs en France

31. Organisme de Placement Collectif en Valeur Mobilière

1.1.1 Les fonds de retraites et fonds de pensions

Les fonds de pension sont la catégorie la plus faible en France en raison du système de retraite non fondé sur la capitalisation. En effet, les fonds de pension peuvent être capitalisés, comme aux États-Unis, ou non capitalisés, à l'image du système actuel français : on parle alors de fonds de retraite.

Dans un système de financement par répartition non capitalisé, la pension représente un transfert effectué entre la population active actuelle et la population à la retraite.

Dans le cadre d'un régime capitalisé, la population active verse une contribution aux fonds, alors appelés fonds de pension qui, au cours de la phase d'accumulation, prend de la valeur jusqu'à la retraite. Après retraite, le fonds verse une pension aux retraités pour le reste de leur vie. Cette catégorie est, par exemple, bien plus importante dans des pays comme les États-Unis (où elle se développe depuis les années 50) ou le Royaume-Uni. La vocation des fonds de pension est la gestion d'épargne retraite, c'est donc une vision long-termiste.

En France, nous parlons plus d'un système d'assurance vie. Cette forme d'épargne y est très prisée, notamment par des investisseurs qui seraient frileux et peureux dans le marché financier selon David Allouche (Allouche et Prigent, 2016). Ils se rassureraient par le terme d'assurance retraite, puisque, comme il l'explique : « *Assurance-vie : deux mots aux évocations rassurantes, qui satisfont les épargnants averses au risque* ». Ces termes sont quelque peu usurpés puisqu'il s'agit bien de fonds de retraite et non de compagnies d'assurance qui gèrent ces investissements.

La gestion des fonds d'investissement dans ces régimes de retraite est ce qui nous intéresse. Les deux types de fonds présentent des avantages et des inconvénients : ainsi les fonds de retraite vont fonctionner sur le principe de la solidarité, il nécessite un certain équilibre entre population active et retraités. On constate, en France, les limites de ce type de régime ; la démographie française n'étant pas favorable à ce type de régime puisque la population à la retraite provient du *baby-boom* d'après-guerre et entraîne un « surnombre » de retraités face à une population active, moins nombreuse et marquée par un chômage important. C'est pourquoi les sujets autour des retraites et particulièrement des réformes de retraites font partie des préoccupations politiques les plus prégnantes en France.

Les fonds de pension ne sont pas exempts de défauts, le principal étant la nécessité de rendement. En effet ces types de fonds ne fonctionnent qu'en se basant sur une augmentation de la valeur des fonds placés par les actifs qui auront un besoin impératif de fonds à la retraite. Cela entraîne une surcompétitivité des fonds qui peuvent parfois s'exposer à des placements risqués, afin de garantir une meilleure rentabilité. Ces risques sont supportés par les actifs qui peuvent parfois se retrouver avec une perte intégrale de leur placement (et donc de leurs revenus à la retraite).

Les trois plus gros fonds de pension dans le monde sont dans l'ordre le fonds : de pension gouvernemental Japonais (1400 milliards d'actifs en 2021) suivi du fonds de pension gouvernemental Norvégien (1200 milliards de dollars) et enfin le fonds de pension fédéral Américain (795 milliards de dollars)

En France il existe deux fonds de retraite publics : le Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR) et l'Établissement de Retraite Additionnelle pour la Fonction Publique (ERAFP) qui gèrent chacun entre 34 et 38 milliards d'euros. Ces deux fonds français présentent des politiques d'engagement actionnarial aligné sur les valeurs de l'ISR. À ce titre, le FRR est classé deuxième mondial par *ShareAction* en termes d'ISR. L'ERAFP se positionne, quant à lui, comme un investisseur 100% ISR.

Il est également possible d'investir en tant que particulier à des offres d'épargne retraite par capitalisation de type Plan Épargne Retraite [32] (PER) via les établissements bancaires ou d'assurances.

1.1.2 Les banques et compagnies d'assurances

En Europe, la gestion d'actifs est dominée par les filiales issues de banques et assurances. Par exemple, le plus gros fonds de gestion en Europe, Amundi, est une filiale du groupe Crédit Agricole. L'hyper structure des réseaux bancaires peut être retracée au développement du marché français de l'ISR (Déjean, 2004).

Cette prévalence de cette catégorie d'acteurs peut s'expliquer, d'une part par un rôle historique des banques du fait des systèmes de prêts que l'on retrouve dès l'Antiquité et, d'autre part, par un développement des banques d'investissement dans un modèle plus contemporain lors de la construction des chemins de fer aux États-Unis dès la fin du 19ème siècle (Bouzoubaa, 2015).

32. Remplace depuis le 1er octobre 2019 les Perco et Perp

Les banques sont gérantes de l'épargne des ménages et entreprises, mais également des investisseurs détenteurs de placements directs dans un but spéculatif afin de rémunérer ces placements d'épargnants (Bouzoubaa, 2015).

Le système d'assurance est assez simple à appréhender : des adhérents versent, généralement de façon mensuelle, des cotisations pour se prémunir d'un risque. En échange de ces cotisations, la compagnie s'engage à offrir une protection financière dès lors que le risque couvert survient. Ces compagnies ont donc un besoin de liquidités assez important, avec des temporalités inconnues (difficile de prévoir un accident par exemple). Leur motivation à investir réside donc bien dans leur but principal : celui de couvrir ses adhérents. La banque de France établit le montant des encours des assureurs à 2 700 milliards d'euros au premier trimestre 2022, soit environ 86% des encours des investisseurs institutionnels en France.

Cette catégorie d'acteurs est réglementée par la loi. Les produits offerts par ces investisseurs institutionnels sont généralement des contrats de placement garantis et des instruments financiers ne rémunérant que sous forme de rente sans risque. Il est parfois difficile d'établir une distinction entre certains contrats de type assurance vie et les produits offerts par les fonds de pension, la principale distinction étant la sécurité et la garantie offerte pour les banques et assurances.

1.1.3 Les sociétés de gestion

Même si cette catégorie d'acteurs est majoritaire sur le marché, dont le nombre dépasse les 700 selon les dernières données de l'AMF (octobre 2021), elle n'en reste pas moins minoritaire en termes d'en cours avec à peine 8% des actifs sous gestion en France. En effet, leurs préoccupations premières demeurent l'investissement dans des titres négociables et liquides. Cette catégorie a vu l'émergence récente en France des fonds spéculatifs (*hedge funds*). Ce sont les fonds les plus risqués et donc ceux bénéficiant le plus de l'expertise de managers professionnels. Si les principaux organismes de placement sont les *mutual funds* aux États-Unis, en France il s'agit plutôt des OPCVM.

Selon Boulier et Pardo Boulier et Pardo (2005) : « *Les OPCVM ont pour vocation de collecter de l'épargne et de l'investir dans des valeurs mobilières (actions, obligations, titres de créances...) selon des critères préétablis dans la notice d'information (rebaptisée prospectus simplifié dans le sillage de la*

Directive OPCVM III) ». Les informations doivent inclure tout ce qui est relatif au produit : l'identité du gérant (de même celui du promoteur et du dépositaire), la classification et le type de risque, une recommandation de la durée de placement, un aperçu de l'historique de la performance du produit ... De même, les OPCVM proposent la possibilité d'un accès à un portefeuille caractérisé par une diversification des titres et la délégation de la gestion à des professionnels agréés et réglementés. Pour répondre au besoin des épargnants en termes de sécurité, ces produits obéissent à un cadre légal et réglementaire contraignant : ratios de dispersion des risques garantissant la diversification des investissements, contrôle permanent du gestionnaire par le dépositaire et le régulateur, contrôle du produit par commissaire aux comptes, évaluation périodique, transparence des commissions et frais ... Malgré cette réglementation forte, les OPCVM restent des produits volatils ne permettant aucune garantie quant à la rentabilité future de l'investissement (Bouzoubaa, 2015).

1.2 Les autres actionnaires

Parmi les autres acteurs actionnaires que nous pouvons retrouver au capital des entreprises françaises, nous développerons : L'état (1.2.1), les salariés (1.2.2), les ONG (1.2.3) et les coalitions d'actionnaires (1.2.4).

1.2.1 L'état actionnaire

L'état français est actionnaire d'un grand nombre d'entreprises, principalement du secteur public, au point d'établir chaque année, depuis 2001, un « rapport relatif à l'État actionnaire ». En préambule du rapport 2022 Bruno LeMaire [33] déclare :

« Le rôle de l'État est de protéger un certain nombre de secteurs stratégiques, c'est un impératif de souveraineté économique pour notre pays », venant ainsi justifier le rôle de l'état comme actionnaire.

33. Ministre de l'Économie, des Finances et de la Relance

Si, au début des années 2000, le terme d'État-actionnaire pouvait encore faire l'objet de réserves, le rôle de l'État comme actionnaire a été distinctement déterminé par le biais de trois facteurs de légitimité énoncés par Delion (2007) :

— L'État a un rôle spécifique en tant qu'actionnaire par ses missions de régulation de l'activité économique.
— L'État est de fait actionnaire des entreprises du secteur public.
— L'État participe par la prise d'action à la direction d'entreprises privées de plus en plus régulièrement.

En observant les principales participations de l'État[34] on constate quatre secteurs d'investissement pour l'État avec trois justifications. L'État est actionnaire d'entreprises relevant soit de missions de services publiques (électricité, transport...), soit de missions de protections civiles (armement, nucléaire) ou pour la sauvegarde d'entreprises en difficulté et dont les disparitions porteraient atteinte au système. L'État français est ainsi actionnaire de 83 entreprises dans les secteurs suivants : l'énergie, l'industrie, les services, la finance et le transport.

34. Source : Rapport l'État actionnaire 2022

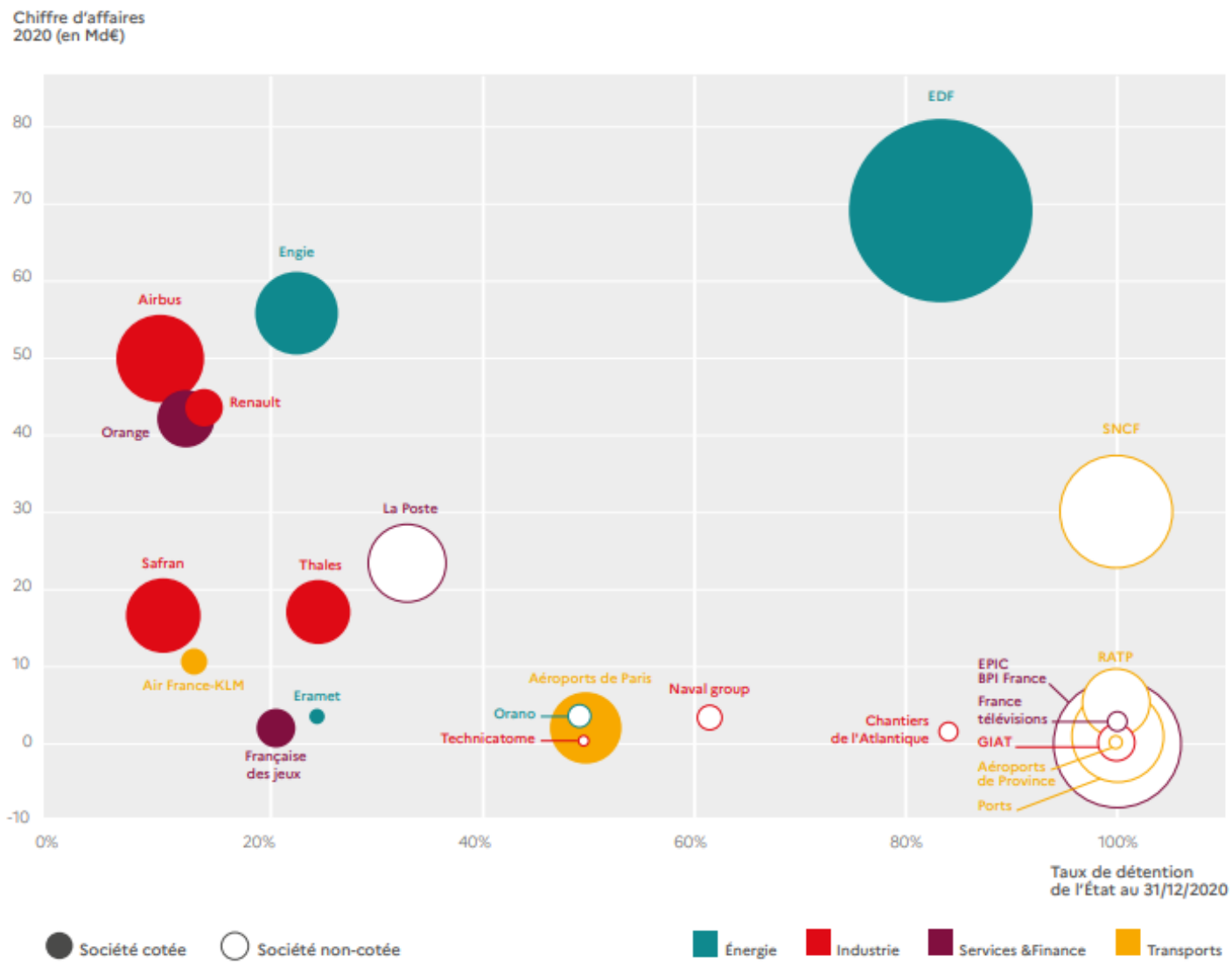


FIGURE 2.3 – Principales participations de l'état au 31/12/2020

L'État en tant qu'actionnaire adopte une logique patrimoniale de long terme et va adopter les bonnes pratiques de gouvernance du code Afep-Medef vu précédemment. Par exemple l'État privilégie le dialogue avec les entreprises, la dissociation du rôle du président du CA et de PDG, les recommandations sur la rémunération des dirigeants...

La démarche RSE et la transition énergétique font également partie des sujets d'engagements forts de l'État : ainsi en 2020 et 2021, l'État en tant qu'actionnaire est venu soutenir les démarches de transition énergétique d'Engie et d'EDF (via l'émission d'Obligations Convertibles Échangeables en Actions Nouvelles ou Existantes (OCEANE) [35]vertes).

1.2.2 Les salariés actionnaires

La participation des salariés au CA des entreprises permet d'améliorer l'efficacité de celui-ci. En effet, les salariés sont très concernés par la survie à long terme de l'entreprise puisqu'ils sont directement impactés par la pérennité de leurs emplois (Boukadhaba et al., 2020).

En termes de politique RSE, les salariés, lorsqu'ils sont au CA, ont tendance à porter une grande attention aux activités socialement responsables (Huse et al., 2009). Il existe un lien à double sens entre la RSE et les salariés, puisqu'il est prouvé, d'une part, que le *reporting* RSE privilégie les salariés (André et al., 2011) et, d'autre part, que la présence de salariés au capital de l'entreprise favorise la mise en place d'une démarche RSE forte (Boukadhaba et al., 2020).

Au-delà d'un impact interne, la participation des salariés au CA d'une entreprise permet également une plus grande diversité de celui-ci. La diversité est toujours préférable à l'homogénéité et permet de présenter une image plus crédible des informations communiquées à l'ensemble des parties prenantes (Nekhili et al., 2017)

La part des salariés dans les conseils d'administration reste toutefois très limitée en France : autour de 12% pour les entreprises du CAC 40 et 9% pour celles du SBF 120.

35. Les OCEANEs sont des titres à caractère obligataire émis par une société qui donnent le droit, mais non l'obligation, à leur détenteur, de les convertir, à tout moment ou sur une période donnée.

1.2.3 Les Organisations Non Gouvernementales actionnaires

Les ONG sont citées dans de nombreux travaux pour leur travail de dénonciation (Parance, 2021), mais également pour leur prise d'actions leur permettant d'agir en AG.

En termes d'ONG agissant via la prise de participation dans le domaine des critères ESG, Greenpeace est la plus fréquemment citée. Cette ONG est particulièrement connue pour ses incursions dans les AG de nombreuses sociétés (dont Total) : c'est le mode de fonctionnement (par intrusion) le plus répandu actuellement. Cette intrusion permet d'ailleurs de mener des enquêtes de terrain qui seront ensuite rendues publiques de façon gratuite (Lavaine, 2020).

D'autres exemples d'ONG choisissant la voie de l'actionnariat pour agir sont à noter (Roudaut, 2008). Cette modalité d'action reste rare et souvent extrêmement ponctuelle. Amnesty International a eu recours à l'achat d'actions avec une finalité identique à celle de Greenpeace : agir via les questions lors de l'AG annuelle. Les entreprises Dow Chemical ou Yahoo ont ainsi été la cible de cette ONG. Dow Chemical fut ciblée en 2007 sur des questions portant sur un accident chimique de gaz en Inde (Incident de Bophal) en 1984 et ses conséquences sur la population.

En 2022, Amnesty International a déposé une résolution externe lors de l'assemblée générale de ExxonMobil qui les enjoignant à adopter des règlementations en matière de droits humains. Plus récemment, en 2016, les membres de cette organisation ont déposé une résolution externe lors de l'AG de l'entreprise Chevron visant à « *la nomination d'un administrateur présentant les compétences nécessaires à l'étude de l'impact sur les communautés des opérations d'extraction de pétrole et de gaz* ».

1.2.4 Les coalitions d'actionnaires

De plus en plus, les actionnaires souhaitant s'engager dans une démarche auprès des entreprises font le choix de se réunir au sein de coalitions. Ces dernières ont pour but de gagner en crédibilité en rassemblant une part de capital plus importante (et donc un pouvoir de vote en AG aussi conséquent), elles peuvent également permettre d'atteindre le seuil de dépôt de résolution en AG (fixé à 5% du capital en France). Le

rassemblement d'un grand nombre d'actionnaires permet également de réduire les coûts pour chacun des acteurs. Une coalition est souvent l'oeuvre d'un investisseur leader mais peut également émaner d'ONG, de sociétés de conseils (Proxinvest était par exemple à l'initiative de résolutions) ou de groupes d'investisseurs.

Certaines coalitions sont ponctuelles sur un sujet et une campagne cible quand d'autres coalitions ont des vocations de plus long terme : c'est le cas de *Climate Action 100+* l'un des plus gros regroupements d'investisseurs (570 signataires pour 54.000 milliards de dollars d'actifs) visant à lutter contre le changement climatique.

Ces coalitions sont notamment au coeur de l'activité du *One Planet Summit* regroupant plus de 40 coalitions mondiales depuis 2017 dans le but de *« proposer un cadre nouveau, pragmatique et efficace, pour contribuer à amplifier et à renouveler la coopération internationale en faveur de la transition écologique ».*

Sur le volet social, nous pouvons nommer la coalition *Workforce disclosure initiative*. Cette coalition, regroupant 68 investisseurs et 10 milliards de dollars d'actifs, s'engage pour « *l'amélioration de la transparence et la responsabilité des entreprises sur les questions de main-d'œuvre. Elle vise à fournir aux entreprises et aux investisseurs des données complètes et comparables et à contribuer à accroître l'offre d'emplois respectueux des droits humains dans le monde* » [36].

2 Les acteurs « indirects » de l'engagement actionnarial

Nous avons identifié plusieurs catégories d'acteurs (ou de regroupement d'acteurs) contribuant directement à la pratique de l'engagement actionnarial en France : les sociétés de conseils (2.1), les agences de notations sociétales (2.2), des médias spécialisés (2.3) et les organisations non gouvernementales (2.4).

2.1 Les sociétés de conseils

Dans le cadre de l'engagement actionnarial, les actionnaires peuvent avoir recours à des sociétés de conseils afin de les aider dans leur compréhension des documents ou dans leurs démarches d'action.

36. Site de ShareAction consulté le 18/10/2022 https ://shareaction.org

Dans le spectre des sociétés de conseil, plusieurs sous-catégories sont à distinguer :

— Sociétés de conseil spécialisées dans les politiques de vote (*Poxy advisors*)
— Sociétés de conseil spécialisées dans la communication (*Proxy Solliciters*)
— Avocat spécialisé
— Think tank
— ...

Parmi les sociétés de conseils de type *Proxy advisors* spécialisées dans le conseil sur les politiques de vote et la gestion des AG, nous pouvons en citer trois parmi les plus connues : Proxinvest, ISS et GlassLewis. 60% des investisseurs institutionnels déclarent utiliser un ou plusieurs *proxy advisors* (McCahery et al., 2015).

Proxinvest est la seule société française : présente depuis 1995, elle se positionne elle-même comme étant « *la seule agence française de conseil de vote ou « proxy », spécialisée sur les questions d'AG, de gouvernement d'entreprise et d'engagement actionnarial* ». L'engagement actionnarial est même l'un des trois volets mis en avant dès l'entrée sur leur site internet. En plus de faire du conseil personnalisé aux investisseurs, Proxinvest étudie et rédige des recommandations sur les résolutions déposées, les calculs de différentes notations et les évolutions législatives. Ce faisant, elle n'est pas qu'une agence de conseil privé à usage de ses seuls clients : elle est également une source d'informations publiques importante. Si la majeure partie du travail de Proxinvest reste le conseil personnalisé, il lui arrive d'être également porteuse de projets de résolutions.

Les sociétés concurrentes ISS et GlassLewis ont une capacité d'analyse beaucoup plus importante avec un réseau d'agences international. ISS annonce couvrir 48.000 AG par an tandis que GlassLewis en couvre 30.000 selon leurs chiffres publics. Ces sociétés ne sont cependant pas spécialistes du marché français et de son écosystème.

En ce qui concerne les communications avec les autres actionnaires, il existe plusieurs *proxys solliciters* parmi lesquels nous pouvons citer Georgeson, MorrowSodali ou encore D.F.King. Ces trois sociétés ont un rayonnement international et se concentrent plus sur le conseil en stratégie d'investissement et de relations [37]. D.F.King est plus présente et spécialisée sur le marché européen et à de nombreux clients en France notamment. Elle a notamment été société de conseil dans le cadre de la fusion-acquisition d'Essilor et Luxottica en février 2019.

37. Bien qu'elles soient également amenées à faire du conseil en politiques de vote ce n'est pas leur étiquette principale.

Certains cabinets d'avocats ou d'agences de communication spécialisée vont exister à plus petite échelle. Nous pouvons citer notamment une avocate et chercheuse : Sophie Vermeille présidente et créatrice d'un think tank nommé « Droit et croissance ». Cette structure de recherche pluridisciplinaire et indépendante fondée en 2012 a organisé une conférence « Gouvernance d'entreprise et engagement actionnarial : *the new normal* » en 2019 et en font un de leurs sujets majoritaires.

Si en 2004, 50% des sociétés de gestion déclaraient utiliser au moins une agence de notation (Déjean, 2004), elles sont 82% en 2018 à utiliser des agences de notations ESG (Amel-Zadeh et Serafeim, 2018).

Ces sociétés de conseil, tout comme les investisseurs institutionnels vont s'appuyer sur des scores ou notes données par des agences de notation.

2.2 Les agences de notation sociétales

Le rôle de ces agences est d'analyser et d'évaluer les entreprises, leur empreinte carbone, ou tout autre indicateur utile à des prises de décisions. Dans le cadre de l'engagement actionnarial, ce qui sera utilisé par les investisseurs sont principalement les scores ESG. Ces scores ne sont pas utilisés uniquement par les investisseurs, ils sont également observés par les entreprises elles-mêmes afin d'établir des points d'amélioration, ou encore par l'État dans le cadre de l'établissement de normes extra-financières (Lavaine, 2020).

Si les agences de notations financières ne sont pas récentes, le développement d'agence de notations extra-financières (utilisées dans le cadre de l'engagement actionnarial) semble lié au développement de l'ISR (Lavaine, 2020). Néanmoins, et même si elles restent les principales sources d'informations du secteur (Lavaine, 2020), le recours à ces agences de notation n'est pas systématique pour une raison de coût de processus encore trop élevé (Peillex et Comyns, 2020).

Les agences de notations extra-financières ont été : *« quasiment toutes absorbées par les acteurs de la finance mainstream, essentiellement anglo-saxons – Moody's, par exemple, vient de racheter Vigeo Eiris. Cela a certes renforcé leurs moyens techniques en les rendant capables de manipuler des masses d'informations plus importantes et en permettant de rentrer des critères ISR dans les critères financiers classiques. Cela les a néanmoins affaiblies dans leur rôle militant historique »* (Mottis et Philipponnat, 2020).

L'inconvénient principal de ces agences est qu'il n'existe pas encore de référentiel standard pour la notation ESG (Lavaine, 2020), ce qui pose des questionnements quant à leurs légitimités. Parmi ces sources d'interrogations et outre les questions liées au manque de référentiel, nous pouvons citer le problème de la notation sollicitée. En effet, ce type de notation est effectué sur la demande explicite des entreprises entraînant un lien entre l'agence et l'entreprise qui remet en question le principe d'indépendance des agences (Lavaine, 2020).

Pour remédier à ce manque de légitimité, les agences établissent un processus de notations en utilisant des sources d'informations nombreuses et variées et résultant de réels dialogues avec les entreprises.

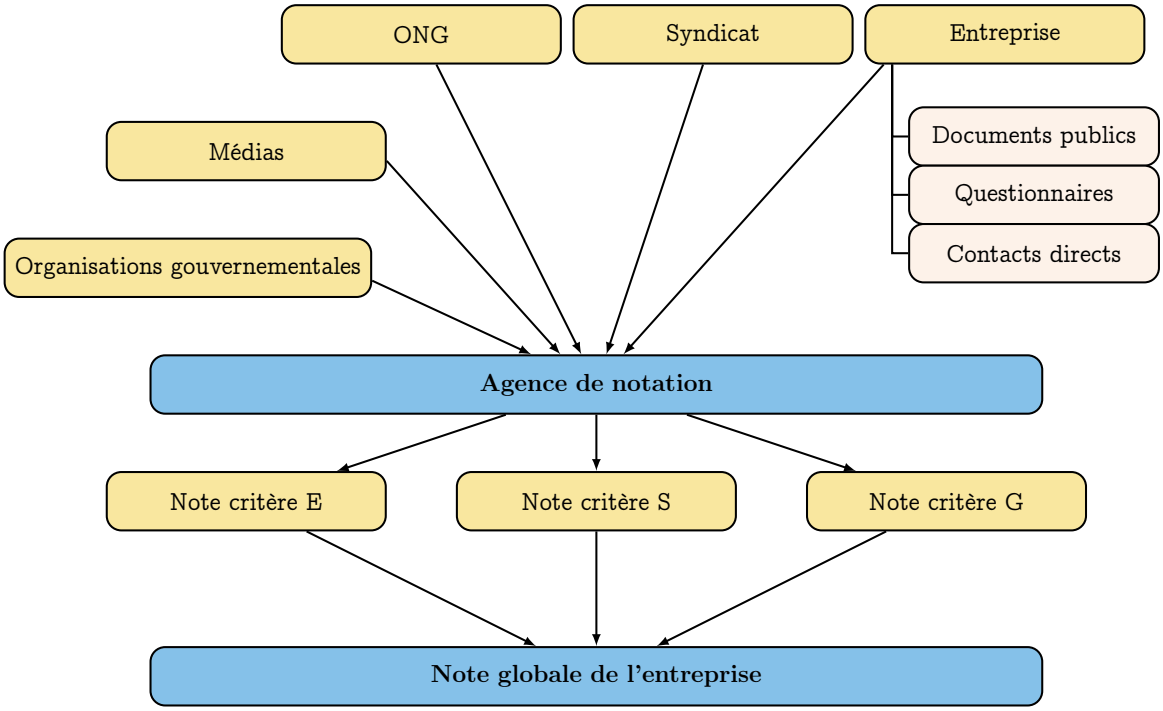


FIGURE 2.4 – Schéma présentant la construction de la notation par les agences de notation sociétales, basé sur Lavaine (2020)

Les différents labels ISR vont plus loin en exigeant une notation par deux agences de notation sociétales afin de valider l'octroi de leurs labels.

D'autres agences de notations existent mais sont plus spécialisées sur les controverses : elles vont créer et mettre à disposition des bases de données de controverses utilisables par les sociétés de conseils ou les investisseurs, il s'agit notamment de RepRisk ou Sustainalytics.

2.3 Les médias et médias spécialisés

Les médias ont un double rôle à jouer dans l'engagement actionnarial. D'une part, ils sont une source d'information grand public visant à mettre en oeuvre le risque de réputation et à devenir un point de pression des actionnaires sur les entreprises (on pensera notamment au scandale du RhanaPlazza, largement médiatisé). D'autre part, certains médias, aux rayonnements plus faibles, se spécialisent dans de l'information aux investisseurs ou futurs investisseurs sur les démarches d'entreprise. Nous ne nous attarderons pas sur les médias dits "grand public" comme Les Échos, business... Mais nous détaillerons quelques sources d'informations utiles dans le cadre de l'engagement actionnarial en France.

Le média de référence, depuis 2001, sur les sujets d'économie et de finance responsable est Novethic. Fondé par le groupe Caisse des Dépôts, ce site dédié à l'actualité est très actif sur les questions de financements, d'AG, résolutions internes et externes... Toutefois, son rôle n'est pas seulement celui d'un média puisque Novethic propose également des formations à la gestion d'actifs et à l'intégration des critères ESG ou encore des glossaires de vulgarisation sur le vocabulaire ou la législation propres à la finance durable. D'autres médias se spécialisent dans certaines notions du développement durable parmi eux, figurent :

— Infodurable ; éditant un magazine Investir Durable trimestriel depuis mars 2019,
— RSEDataNews ; proposant des outils d'analyse de rapports extra financiers en ligne,
— Ou encore ADN avec leur branche ADN Business, très orientée RSE et durabilité.

D'autres médias et lanceurs d'alerte se développent sur les thématiques sociales et écologiques : Vert, Carenews, BonPote, Graine de Possible... Une telle croissance provient d'une demande forte de la part notamment de la jeune population comme nous avons pu le constater lors des nombreuses manifestations, en France et dans le monde, de cette génération, pour le climat.

L'importante croissance des médias et surtout de la pression médiatique exacerbée par des réseaux sociaux toujours plus prompts à relayer les « *bad buzz* » ont créé un nouveau domaine d'activité : les sociétés de conseil en présence média et risques de réputations. La plus grande société française spécialisée sur le sujet

Onclusive [38] se charge d'établir des rapports pour leurs clients. Ses rapports peuvent être réguliers ou ponctuels (notamment en cas de gestion de crise pour apporter des réponses rapides et ciblées) et vont comporter une analyse quantitative sur leurs présences dans les médias (nombre de citations, réseaux sur lesquels ils apparaissent le plus ...) mais également une analyse qualitative (mots-clés associés à la marque, suivi des avis et discours des principaux journaux/journalistes...). Leurs concurrents principaux en France sont Cision et Linkfluence (plus ciblés sur le consommateur et la communication média).

2.4 Les Organisations Non Gouvernementales

Les ONG sont régies par la convention du conseil de l'Europe de 1986 qui impose quatre critères donnant accès aux statuts d'ONG :

— Avoir un but non lucratif d'utilité internationale ;
— Avoir été créée par un acte relevant du droit interne d'une partie ;
— Exercer une activité effective dans au moins deux États ;
— Avoir son siège statutaire sur le territoire d'une partie et son siège réel sur le territoire de cette partie ou d'une autre partie.

En France les structures qui ne répondraient pas à l'intégralité de ces critères sont des associations loi 1901.

Les ONG sont des personnes morales de droit privé à but non lucratif et touchant des secteurs très divers. Aussi on retrouve parmi les plus grandes ONG en France aussi bien des thématiques médicales (Médecins sans frontières, Médecin du Monde) qu'humanitaires (Action contre la faim).

Les ONG vont avoir un rôle double puisqu'elles peuvent, d'un côté, permettre aux agences de notation sociétales, aux sociétés de conseils ou aux investisseurs institutionnels d'avoir un accès à de l'information privilégiée grâce à leurs études terrains (Lavaine 2020), mais elles peuvent également collaborer avec les entreprises directement. Cette collaboration peut avoir deux objectifs, soit une visée pédagogique de sensibilisation aux sujets et critères ESG à destination des employés, voire des actionnaires, soit un rôle d'auditeurs externes et de conseils afin d'aider à la mise en place de stratégie de bonne gouvernance (Lavaine, 2020).

38. anciennement Kantar jusqu'en janvier 2022

En 2020, un croisement ONG-Think tank a vu le jour dans le domaine de la finance durable : Reclaim Finance. Affiliée à l'ONG les Amis de la Terre cette organisation oeuvre pour le climat et la justice environnementale en se concentrant sur le levier financier. Son champ d'action ne se limite pas aux questions climatiques, mais englobe les mouvements sociaux et la défense des droits de l'Homme.

Leurs modes d'action sont triples :

— D'abord, ils effectuent des recherches autour de la transition de la finance ;
— Ensuite, ils rencontrent les acteurs afin de mieux comprendre les freins et de pouvoir les accompagner vers une transition plus juste ;
— Enfin, ils font des campagnes publiques de dénonciation des pratiques.

Déjean (2004) intègre les ONG comme acteurs indirects de l'ISR par leur forte sensibilisation aux démarches RSE. Déjean énonce, dès le début des années 2000, le choix d'une partie de ces ONG de venir collaborer avec les entreprises sur le long terme. Néanmoins, peu d'ONG, françaises, sont avancées et il n'est pas fait mention de prise d'action.

CONCLUSION

Dans un premier temps, nous avons pu analyser le contexte réglementaire participant à l'émergence de la pratique de l'engagement actionnarial en Europe et en France. En effet, un ensemble de législations portant sur la RSE ou sur la divulgation d'informations extra-financières vient accompagner et aider cette pratique : soit en imposant de « bonnes pratiques », soit en permettant un accès à de l'information. Les réglementations sur la démocratie actionnariale viennent quant à elles, supporter la légitimité des actionnaires à agir en leur accordant plus de pouvoir.

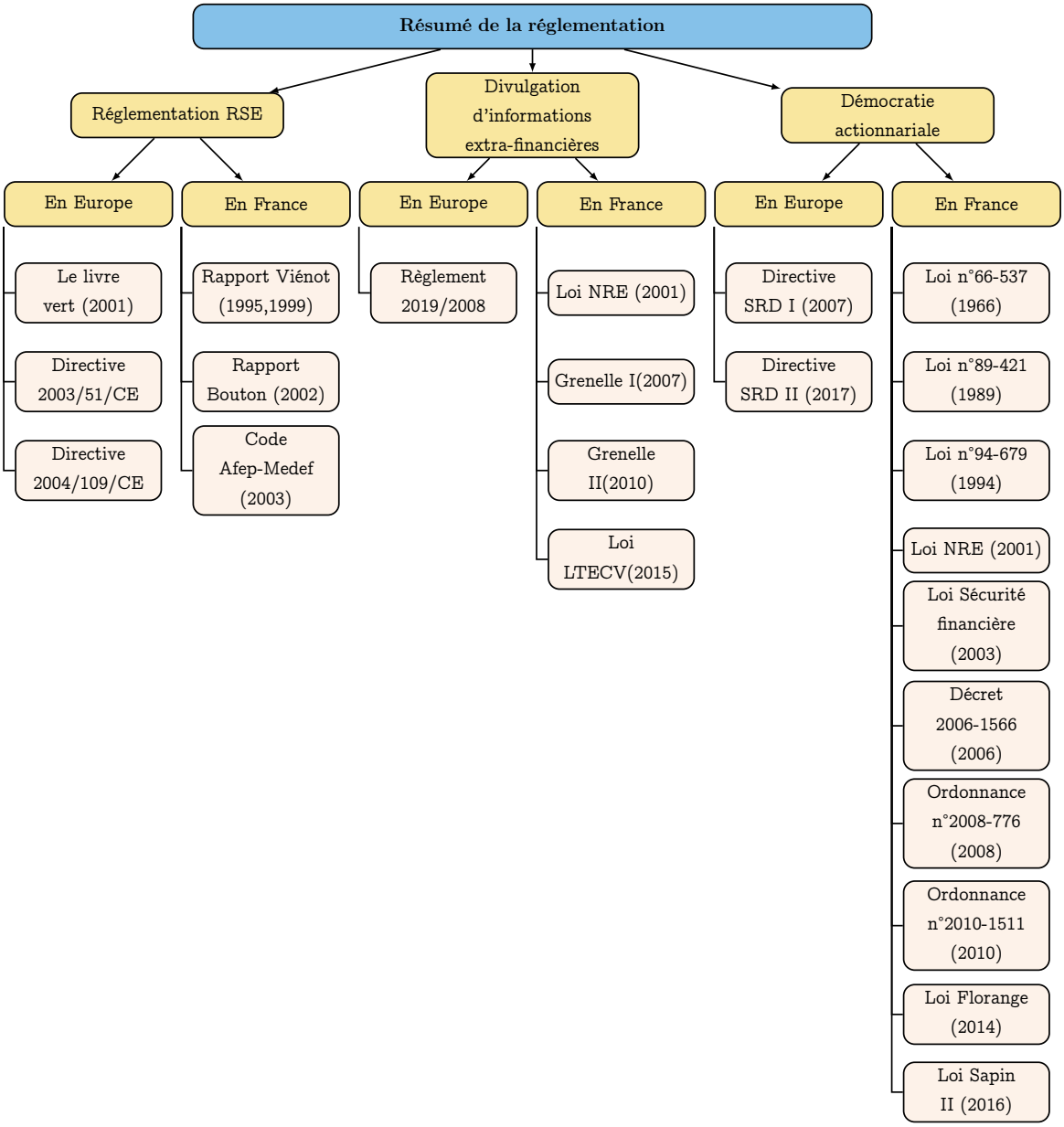


FIGURE 2.5 – Les réglementations

Nous avons pu constater que les acteurs directs et indirects de l'engagement actionnarial sont nombreux, chacun ayant un rôle déterminant dans cette pratique.

Nous qualifions les investisseurs d'acteurs directs dans le cadre de l'engagement actionnarial puisqu'en tant qu'actionnaires ils seront les détenteurs des droits associés leur permettant d'agir. En revanche, nous constatons que ces investisseurs sont entourés par un grand nombre d'acteurs non-actionnaires jouant des rôles divers dans l'engagement actionnarial.

Nous pouvons récapituler l'ensemble des liens entre les acteurs et leurs apports à l'engagement actionnarial dans la figure suivante.

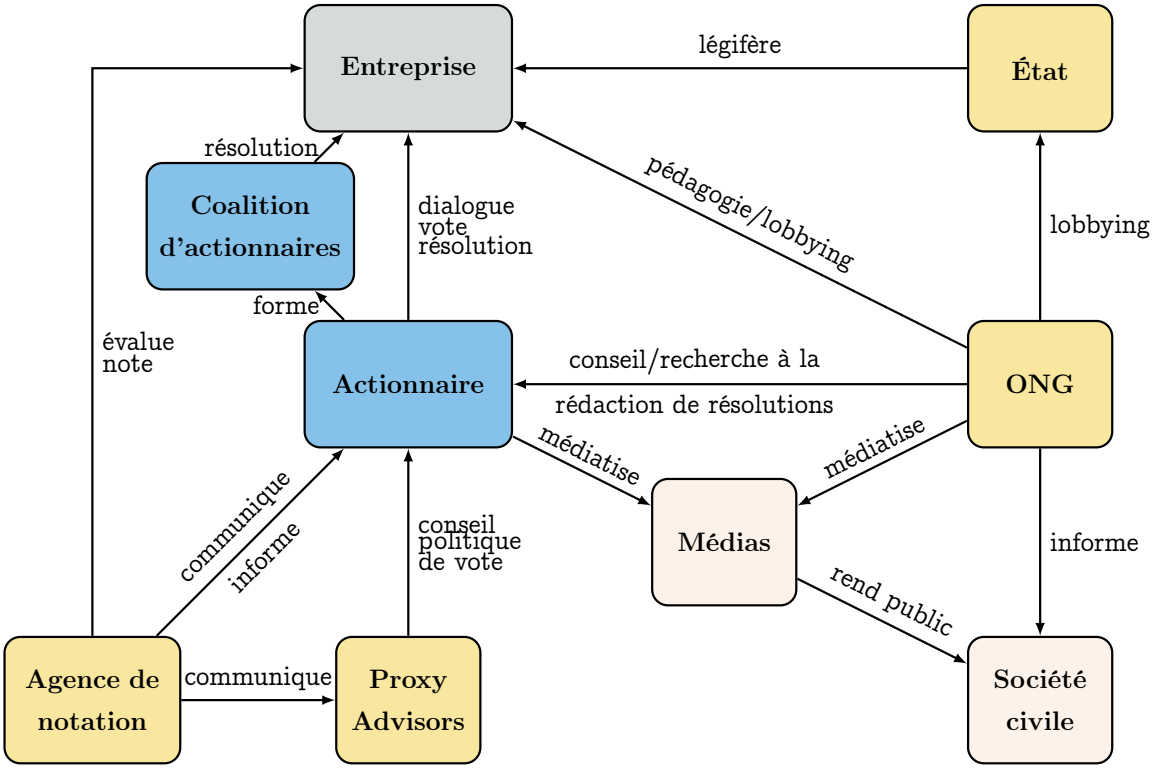


FIGURE 2.6 – Les acteurs de l'engagement actionnarial en France

Nous le constatons, l'environnement de l'engagement actionnarial en France ne se limite pas simplement à une relation unilatérale actionnaire / entreprise.

Cette relation reste au coeur de l'engagement actionnarial puisqu'elle est la seule génératrice de droits et de pouvoirs, mais elle ne peut être aussi forte sans se nourrir des autres acteurs apporteurs d'informations, de conseils et d'outils d'analyses ou de moyens de pression.

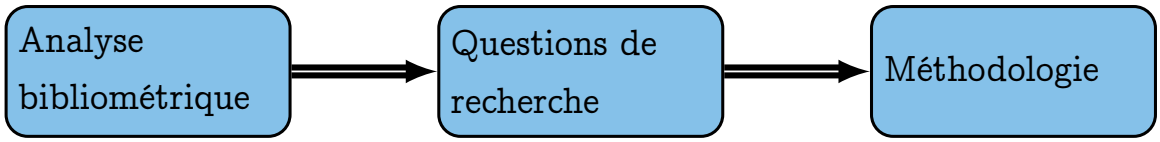
Ce sont ces rôles divers qui nous poussent, dans la suite de notre étude, à aller dans un premier temps interroger des investisseurs sur leur utilisation de *proxy advisors* et sur leur méthode d'engagement actionnarial puis, dans un second temps, à nous concentrer sur l'un des acteurs indirects. Si nous avons choisi une focalisation sur les ONG, c'est en raison de la rareté de leur présence dans la littérature académique, alors qu'elles semblent avoir la plus grande multiplicité de rôles. Nous reviendrons sur ces deux points ultérieurement.

L'engagement actionnarial se positionne comme une stratégie active, aussi nous focaliserons notre étude sur les dialogues, politiques de vote et dépôts de résolutions des acteurs identifiés.

Chapitre 3

Structure de la recherche

Notre recherche s'est constitué en trois étapes ; tout d'abord une analyse bibliométrique nous as permis de positionner notre thématique de recherche dans les travaux académiques précédents (Section 1). Cette analyse nous as permis d'aboutir sur la formulation de trois sous questions de recherche (Section 2) nous conduisant à la conceptualisation de notre méthodologie de recherche (Section 3).



Section 1 L'engagement actionnarial : une stratégie d'investissement socialement responsable

Si des revues de la littérature existent concernant l'activisme actionnarial en France (Girard et Gates, 2013) et à l'étranger (Goranova et Ryan, 2014), on trouve peu d'articles concernant l'engagement actionnarial et encore moins dans un contexte français.

En 2007, Girard et LeMaux, soulignent l'exclusion de l'activisme social des études empiriques (Girard, 2007). Il semblerait que dans le contexte français, peu d'études aient tenté de remédier à cette exclusion. Ce n'est pourtant pas le cas outre-Manche et outre-Atlantique, puisqu'en effet d'un point de vue international (et majoritairement américain), les revues de la littérature sur l'activisme actionnarial social (*Social Shareholder Activism*) sont datées, mais connues. Les plus récentes et exhaustives sont celles de Sjöström (2008) et Goodman et al. (2014). Les termes d'engagement actionnarial ou de *sharehloder engagement* restent faiblement utilisés.

L'intérêt semble grandissant si l'on en croit les résultats de recherches obtenus. Notre première observation a consisté en une rapide revue des articles sur Google Scholar. Nous avons utilisé les mots-clés suivants : « Investissement socialement responsable », « Activisme actionnarial » et « Engagement actionnarial », aussi bien en français qu'en anglais.

On constate que ces mots clés nous apportent des résultats peu pertinents, accolant le plus souvent « activisme actionnarial » et « responsabilité sociale » des entreprises. Sur le moteur de recherche Cairn, l'option « expression exacte », ne trouve par ailleurs aucun résultat.

Voici les résultats obtenus [1] :

1. L'apparente baisse des résultats sur l'année 2022 provient d'une compilation effectuée en milieu d'année et donc non significative.

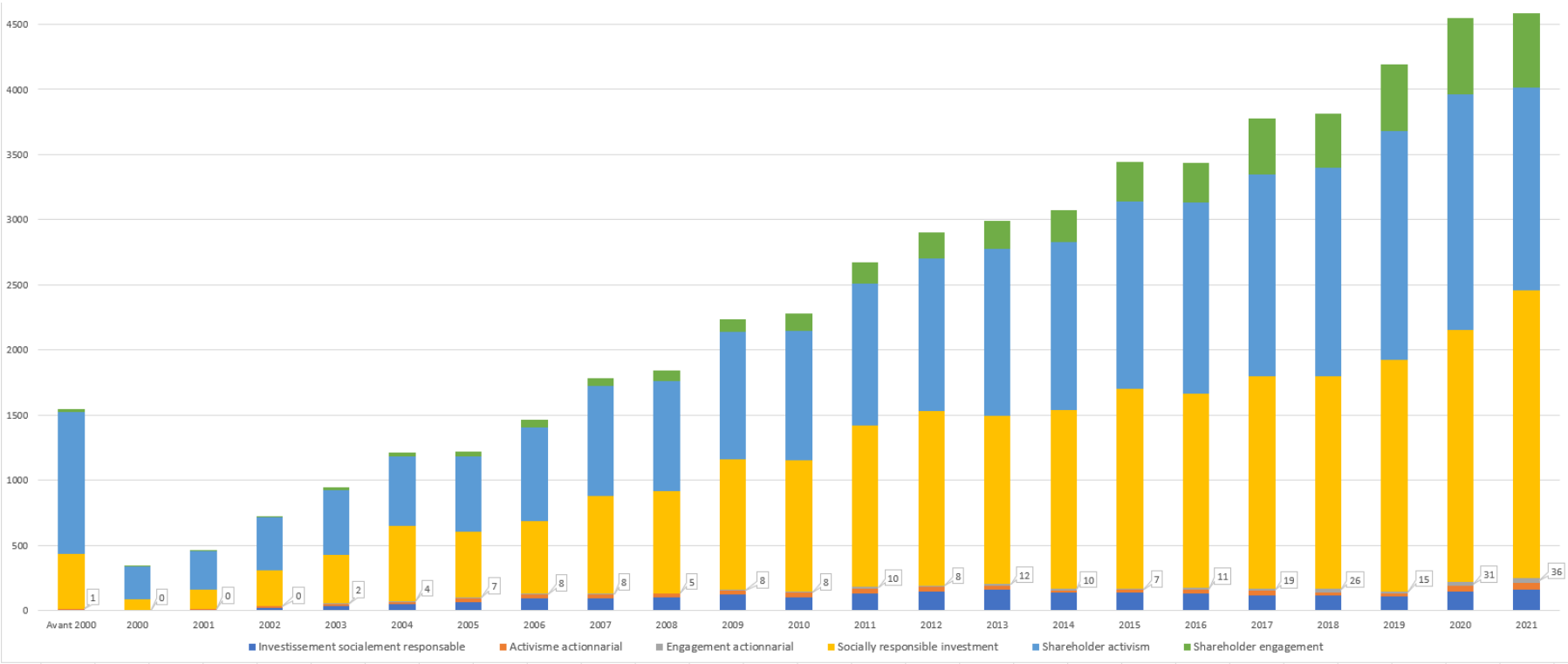


FIGURE 3.1 – Nombre d'articles par mots-clé et par années

Néanmoins, au vu du nombre de publications croissant, nous avons souhaité approfondir notre recherche en réalisant une analyse bibliométrique. Pour cela, nous avons effectué une extraction de la base de données Scopus [2] suivie d'une analyse à l'aide du logiciel Rstudio et du package *biblioshiny*.

Le moteur de recherche Google Scholar a été abandonné pour deux raisons : premièrement, à ce jour, il ne permet pas l'extraction de base de données analysable par les logiciels bibliométriques existants. Ensuite, il comporte des doublons difficiles à identifier et à supprimer. Deux bases de données étaient utilisables pour notre analyse, Scopus et Clarivate [3], le choix s'est porté sur Scopus par motif d'accessibilité.

Néanmoins, les deux bases comportent le défaut de présenter presque exclusivement de la littérature anglophone et très peu d'articles français y sont référencés. Ce biais n'impacte cependant pas notre objet de recherche puisque nous souhaitions connaître l'évolution de la littérature sur l'engagement actionnarial et les sujets associés.

Voici les requêtes ayant mené aux bases de données que nous avons utilisées dans la suite de notre analyse. Nous avons utilisé des mots clés en anglais identiques à ceux précédemment utilisés sur Google Scholar. Nous avons limité les langues à l'anglais et au français, ce qui a conduit à écarter au maximum une vingtaine d'articles (en langue espagnole).

Requête N°1 : TITLE-ABS-KEY ("Socially Responsible Investment") AND (LIMIT-TO (SUBJAREA , "BUSI") OR LIMIT-TO (SUBJAREA , "ECON")) AND (LIMIT-TO (LANGUAGE , "English") OR LIMIT-TO (LANGUAGE , "French")) Domaines : Business, Management and Accounting ; Economics, Econometrics and Finance Langues : Fr-En

Cette requête, étant la plus large, comporte 674 articles. Nous utiliserons l'abréviation « BDD1 » pour identifier les schémas qui en sont extraits.

2. Scopus est la base de données de l'éditeur Elsevier, lancé en 2004 et regroupant le plus grand nombre de revues scientifiques (16 500) et d'actes de conférences.

3. Clarivate est une société qui possède et propose des outils et des services autour de la propriété intellectuelle et de la production de connaissances scientifiques. Elle détient et gère, entre autres, le Web of Science, Publons, EndNote, ScholarOne et le Journal Citation Reports.

Requête N°2 : TITLE-ABS-KEY ("Shareholder activism") AND (LIMIT-TO (SUBJAREA , "BUSI") OR LIMIT-TO (SUBJAREA , "ECON")) AND (LIMIT-TO (LANGUAGE , "English") OR LIMIT-TO (LANGUAGE , "French")) Domaines : Business, Management and Accounting ; Economics, Econometrics and Finance Langues : Fr-En

Cette requête a fait ressortir 445 articles. Nous utiliserons l'abréviation « BDD2 » pour identifier les schémas qui en sont extraits.

Requête N°3 : TITLE-ABS-KEY ("Shareholder engagement") AND (LIMIT-TO (SUBJAREA , "BUSI") OR LIMIT-TO (SUBJAREA , "ECON")) AND (LIMIT-TO (LANGUAGE , "English") OR LIMIT-TO (LANGUAGE , "French")) Domaines : Business, Management and Accounting ; Economics, Econometrics and Finance Langues : Fr-En

Cette requête est, de manière prévisible, la plus mince avec 61 articles, preuve d'une recherche encore débutante et de l'utilisation d'un terme encore sous-développé. Nous utiliserons l'abréviation « BDD3 » pour identifier les schémas qui en sont extraits.

1 Évolution de l'intérêt de la recherche pour l'investissement socialement responsable et l'engagement actionnarial

À l'aide de cette première recherche et de la BDD1, nous pouvons confirmer la progression des publications portant sur l'ISR, avec une croissance de 18.39% par an depuis 2001. Quelques travaux antérieurs existent, mais l'augmentation des publications depuis les années 2001 rejoint le contexte de développement de la pratique en elle-même. Aux États-Unis, les investissements socialement responsables croissent de 35% entre 1999 et 2001 (Rapport du SIF [4] de 2001). Le SIF s'est étendu en Europe et en France durant cette même année en créant en Europe le réseau EuroSIF et en France le Forum pour l'Investissement Responsable (FIR) en 2001 également. L'année 2001 marque également l'apparition de la première offre labellisée ISR par la banque brésilienne Unibanco.

4. Le SIF est un organisme américain de promotion de l'ISR. Principale référence et source d'information en matière d'ISR aux États-Unis, cette association publie tous les deux ans depuis 1995 un rapport sur le marché américain de l'ISR

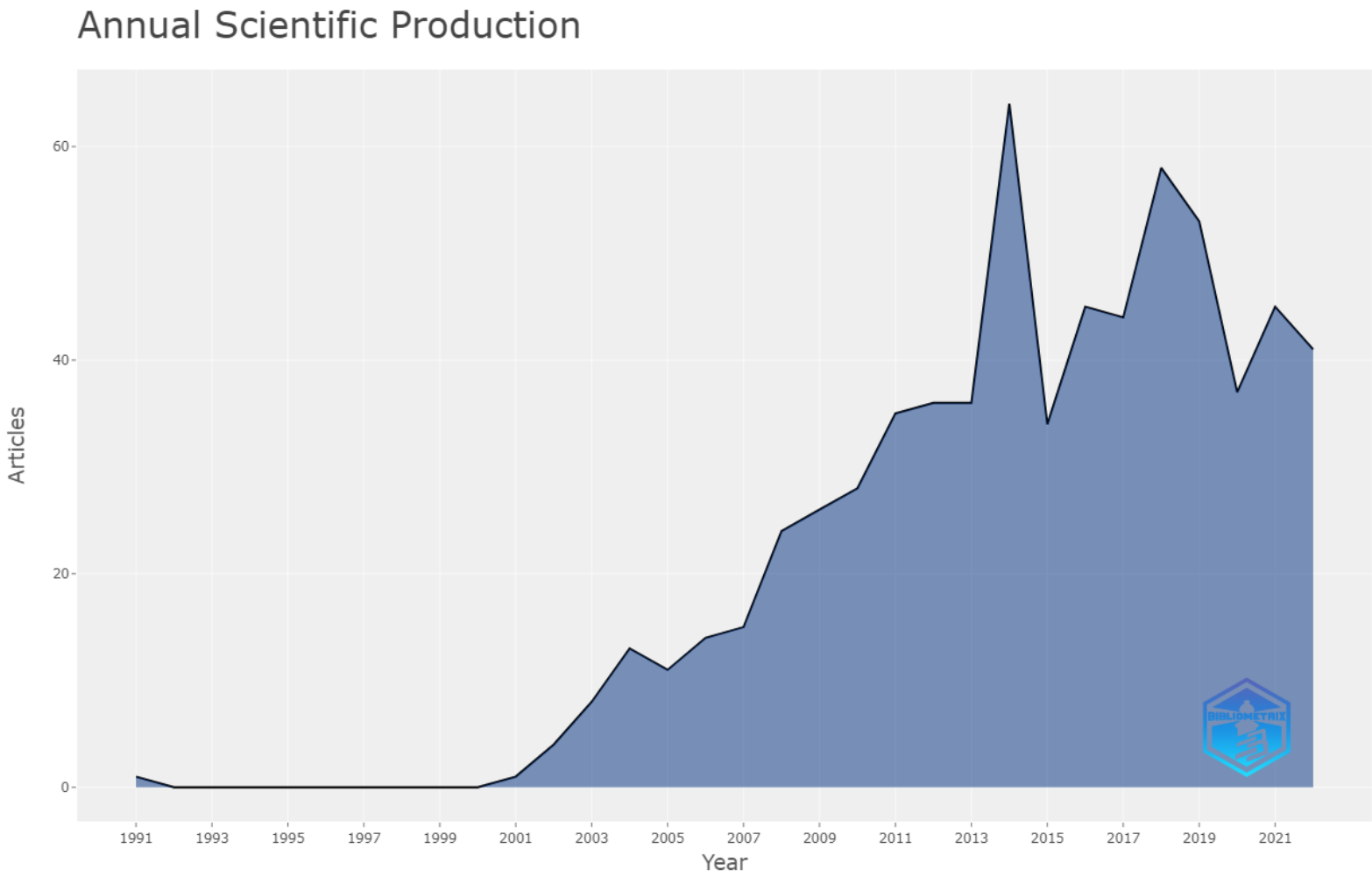


FIGURE 3.2 – Croissance annuelle des publications de l'ISR (BDD1)

Cette augmentation est également cohérente en France avec les nombreuses lois favorisant le développement de l'ISR et de la RSE (Cf. Chapitre 2 Section 1) mais également avec la création, en 2001, du centre de recherche et d'expertise sur l'ISR : Novethic.

Les trois principaux journaux publiant sur la thématique de l'ISR sont : *Journal of Business Ethics* (indice H : 43), *Journal of sustainable finance and investment* (indice H : 12) et *Journal of cleaner production* (indice H : 13). Ils regroupent à eux trois 20% des articles publiés autour de l'ISR. Parmi les 20 auteurs les plus productifs, nous pouvons distinguer trois auteurs francophones : J.P. Gond (9 articles), D.L. Arjaliès (4 articles) et P. Crifo (4 articles). La thèse de Déjean (2004) ressort comme la recherche francophone la plus citée.

Si Gond est spécialisé, depuis 2006, sur les sujets ayant trait à la RSE, il co-signe en 2020 un article avec Durand et Crifo sur les labels dans la finance verte (Crifo et al., 2020).

Crifo, spécialiste de la finance verte, a publié depuis 1999 une quarantaine d'articles mettant en lumière le succès de l'ISR (Crifo et al., 2021) et le rôle de la RSE dans la transition énergétique (Crifo et Forget, 2014). En 2022, elle participe à la rédaction d'un article sur l'investissement à impact dans un contexte français avec D.L Arjaliès (Arjaliès et al., 2022).

Arjaliès s'est concentré dans ses recherches sur l'ISR autant sur la partie historique (Arjaliès, 2014), que sur la mesure de l'impact (Arjaliès et al., 2020).

Ces brèves analyses nous permettent de faire ressortir la prédominance de la recherche anglo-saxonne sur cette réflexion tout en démontrant un intérêt français en voie de développement. Ils sont à nuancer avec les biais de la base de données en anglais comme énoncé précédemment.

2 De l'activisme actionnarial à l'engagement actionnarial

Nous avons déjà déterminé qu'avant la distinction de l'engagement actionnarial c'est le terme d'activisme actionnarial qui était systématiquement utilisé. Nous nous sommes intéressés au développement de la recherche autour de ce mot clé et nous constatons une croissance similaire à celle de l'ISR, avec un taux de croissance de 10.41% annuel. Les évolutions parallèles et corrélées des deux termes semblent cohérentes puisque les recherches sont poreuses sur ces termes et thématiques.

Nous avons souhaité nous concentrer sur l'évolution du vocabulaire utilisé au sein des mots clés par les auteurs.

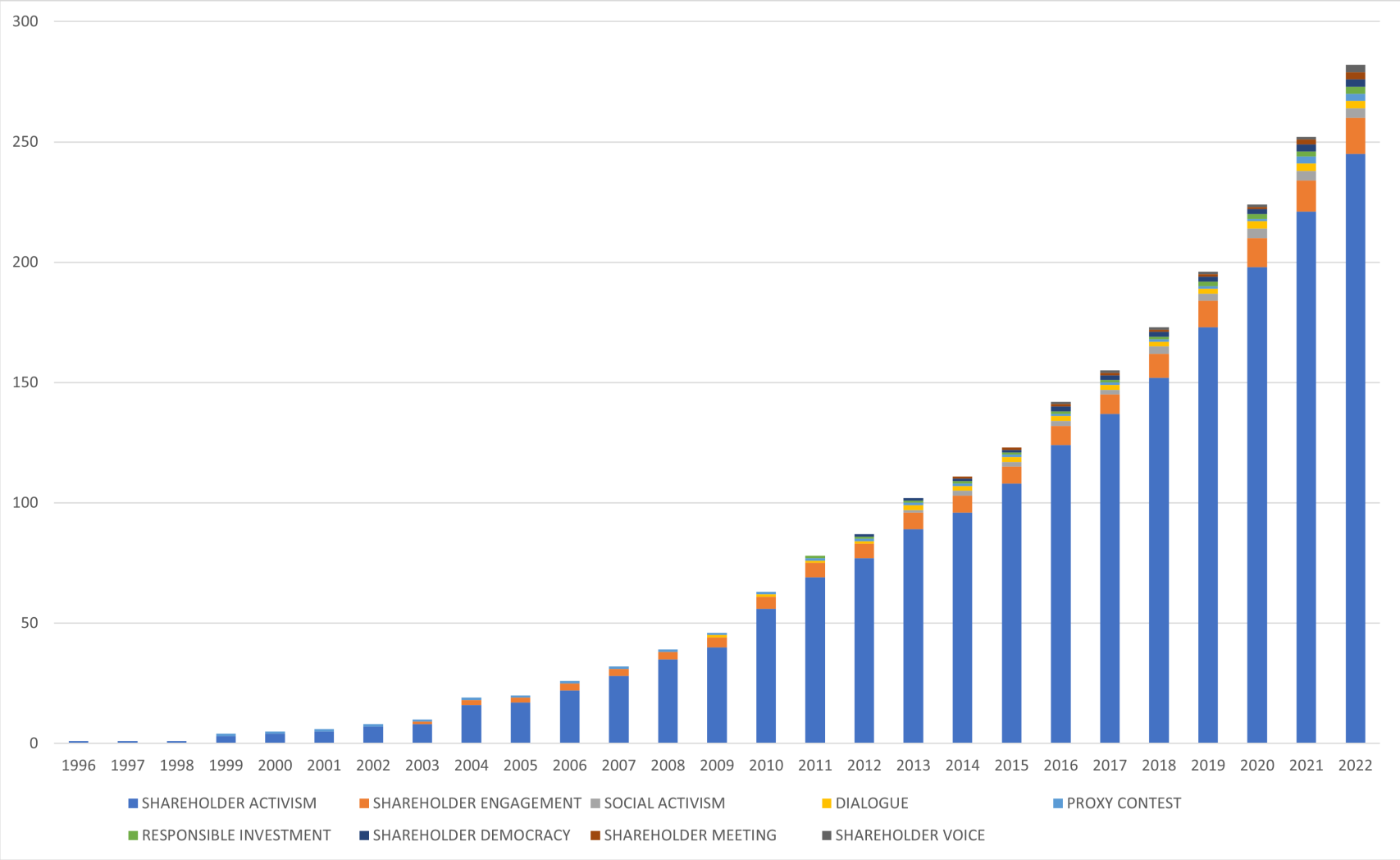


FIGURE 3.3 – Évolution des mots clés utilisés par les auteurs (BDD2)

On peut constater, en étudiant les mots clés utilisés par les auteurs, une évolution du vocabulaire de l'activisme institutionnel (*Shareholder activism*[5], *Proxy contest*[6], *responsible investment*[7]) avec une intégration progressive du lexique propre à l'engagement actionnarial (*Shareholder engagement*[8], *Shareholder democracy*[9], *social activism*[10]) et aux modes d'expression des actionnaires (*Dialogues, Shareholder Voice*[11], *Shareholder meeting*[12]).

En poursuivant notre étude des mots-clés, nous pouvons mettre en lumière une carte des thématiques. Les sujets des articles de la BDD2 sont classés selon deux critères : Le degré de développement, aussi appelé densité sur l'axe des ordonnées (axe vertical) et le degré de pertinence en abscisse (axe horizontal).

Cette carte permet de déterminer 4 thèmes :

— Les thèmes moteurs : développé et pertinent
— Les thèmes de niche : peu développé et pertinent
— Les thèmes émergents ou en déclin : peu développé et peu pertinent
— Les thèmes de base : développé et peu pertinent

La carte ainsi extraite du logiciel Nvivo 12 est la suivante :

5. Activisme actionnarial
6. Bataille de procurations
7. Investissement responsable
8. Engagement actionnarial
9. Démocratie actionnariale
10. Activisme social
11. Voix des actionnaires
12. Assemblée des actionnaires

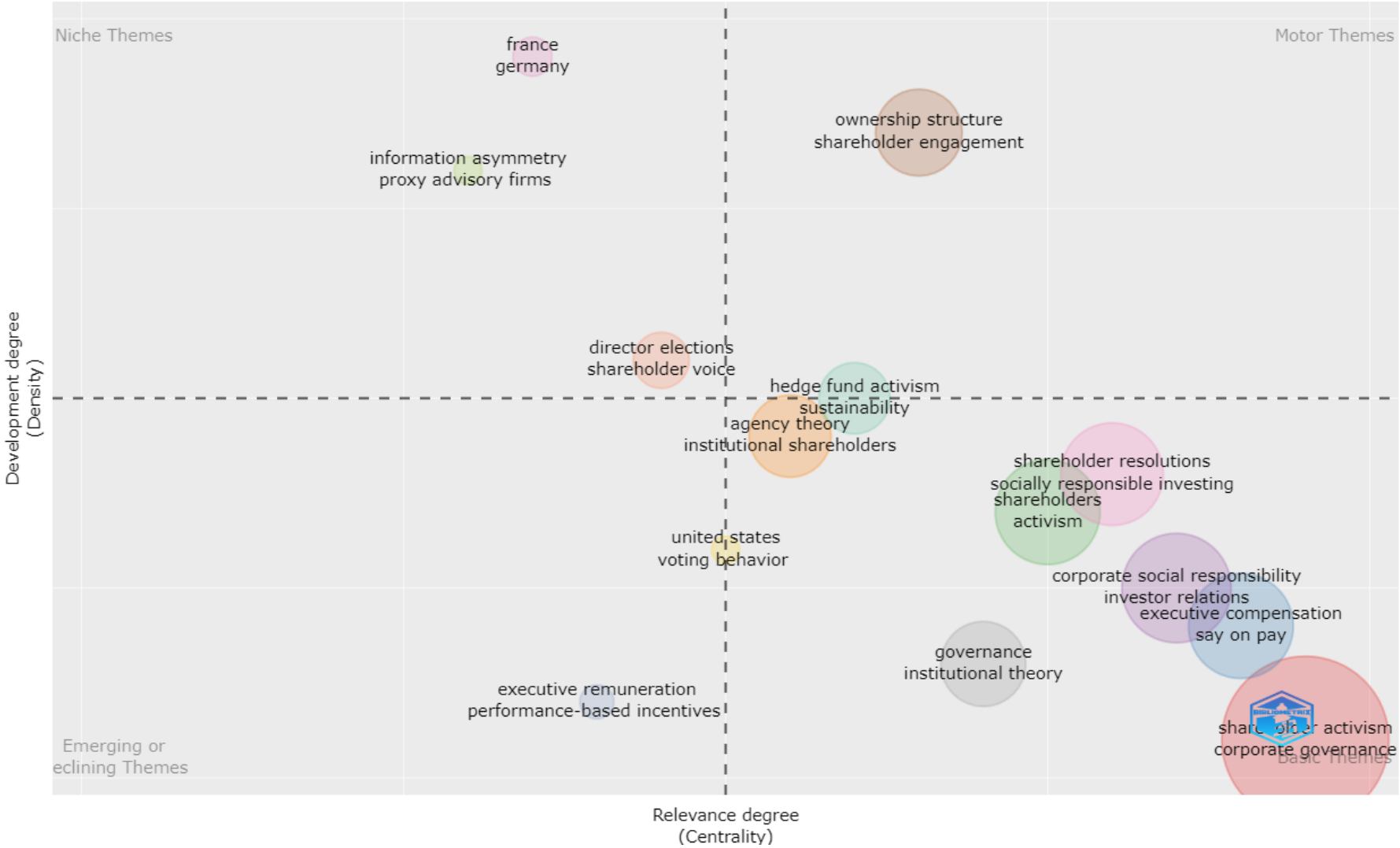


FIGURE 3.4 – Thématique de recherche (BDD2)

Cette carte met en évidence plusieurs éléments qui nous permettent de justifier l'intérêt de notre recherche. Tout d'abord, nous identifions plusieurs sujets de niches :

— Les contextes français et allemand : nous centrons notre étude sur le contexte français par souci d'accessibilité au terrain. Nous identifierons le contexte allemand comme une perspective de recherche future.
— Les asymétries d'informations et rôle des sociétés de conseils : Notre étude ne se centre pas particulièrement sur ses sujets, toutefois notre cadre théorique développe les asymétries d'informations et nous avons inclus dans notre guide d'entretien et dans nos analyses le rôle et l'utilisation des sociétés de conseils par les investisseurs.
— La voix des actionnaires et l'élection du PDG : Si le second thème n'est pas abordé dans notre étude en revanche la voix des actionnaires est au coeur de notre sujet d'étude.

Au sein des thèmes moteurs nous identifions principalement les structures de propriété (thématique que nous n'abordons pas) et l'engagement actionnarial sujet principal de cette thèse.

Dans les thématiques de base, mais centrales (modérément développé et modérément pertinent) nous retrouvons la théorie de l'agence et la théorie néo-institutionnelle qui forment en partie notre ancrage théorique.

Les sujets portant sur la rémunération, l'ISR, la RSE, ou encore l'activisme actionnarial sont identifiés comme de thème de base, très développé et peu pertinent.

3 La montée en puissance de l'engagement actionnarial dans la littérature académique

Le taux de croissance annuel des publications, portant sur l'engagement actionnarial, est de 9.35%. De ce fait, c'est un taux plus faible par comparaison avec les évolutions des travaux ayant pour mot-clé : investissement socialement responsable ou activisme actionnarial, mais en forte évolution depuis 2016 comme nous le démontre le graphique suivant :

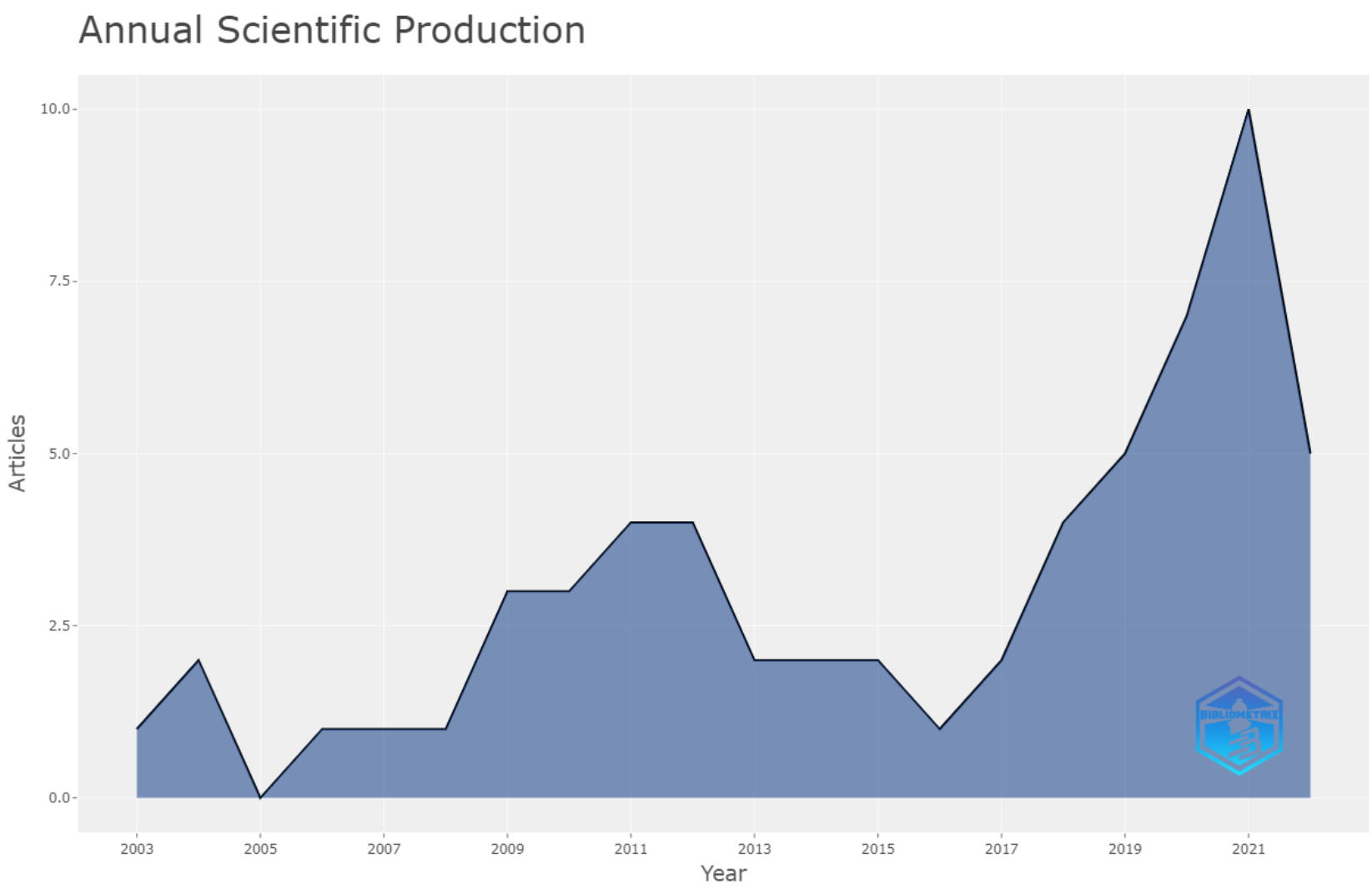


FIGURE 3.5 – Croissance annuelle des publications de l'engagement actionnarial (BDD3)

La forte progression des publications scientifiques portant sur l'engagement actionnarial depuis 2017 est cohérente et en corrélation avec les suites de la COP21 (2015) et les engagements pris tant par les entreprises (dû à un contexte social dans lequel les investisseurs individuels et l'opinion publique s'intéressent de plus en plus aux retombées écologiques des activités poursuivies par les entreprises) que par le législateur et les États.

Nous pouvons constater (grâce au graphique en page suivante) l'inscription de l'engagement actionnarial dans le champ de l'activisme actionnarial et de la RSE par les mots-clés usuels fréquemment utilisés par les auteurs eux-mêmes.

Dans la littérature sur l'engagement actionnarial, les actionnaires institutionnels sont un thème majeur, cela correspond à notre premier échantillon d'entretiens semi-directifs.

Nous retrouvons également une autre théorie de notre ancrage théorique : la théorie des parties prenantes.

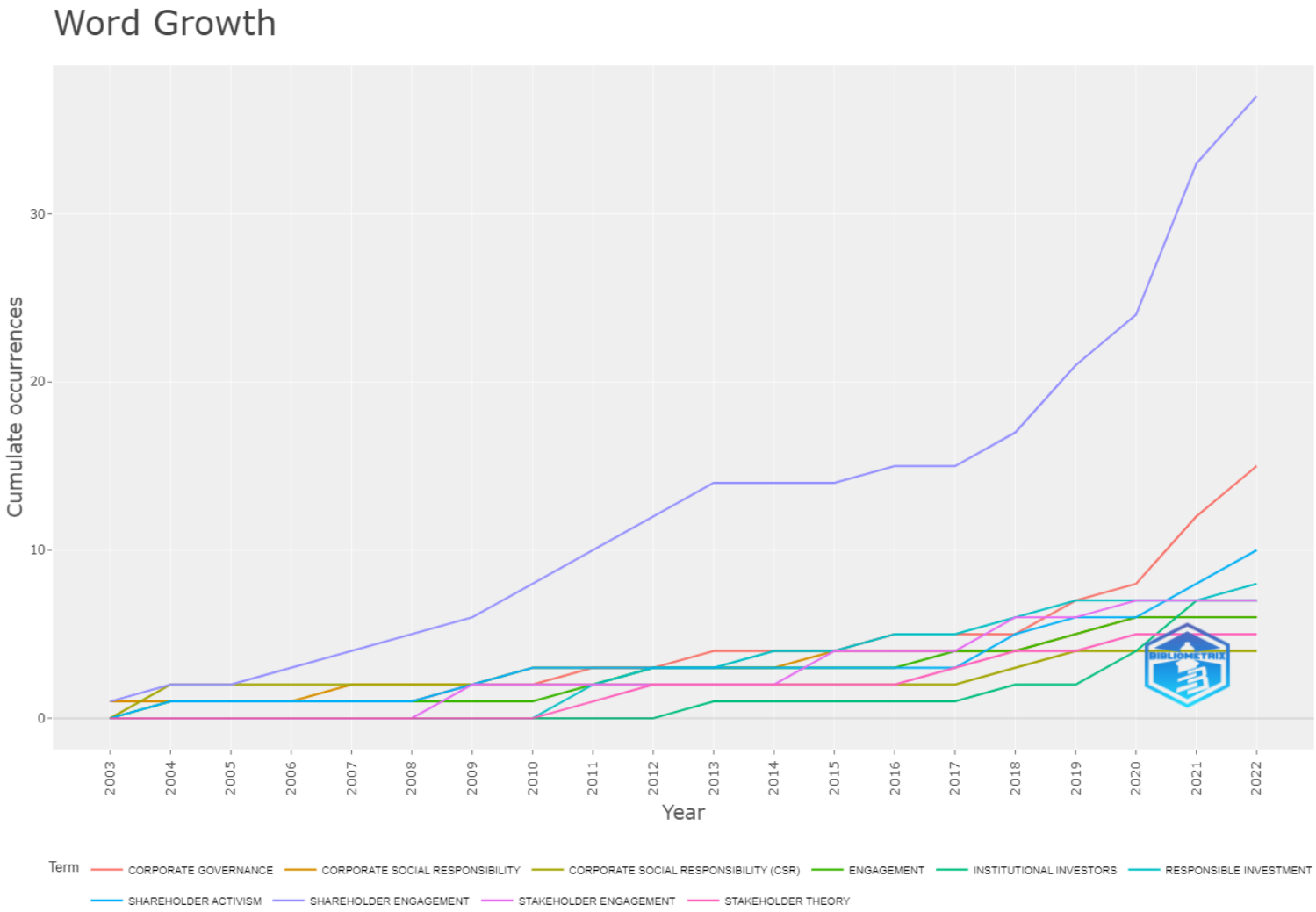


FIGURE 3.6 – Évolution des mots clés utilisés par les auteurs (BDD3)

Dans les recherches fondamentales, nous pouvons établir la liste de certains résultats issus de ces articles.

Pour commencer, nous constatons que l'engagement actionnarial est souvent vu comme une « pierre angulaire » de la gouvernance d'entreprise (Birkmose, 2018) et qu'il existe un consensus concernant l'impact positif de l'engagement actionnarial des investisseurs institutionnels sur la gouvernance des entreprises (Fenwick et Vermeulen, 2018).

Sur les modes d'action, et particulièrement l'engagement actionnarial via les dialogues, Beccarini et al. (2022) trouvent, à travers l'analyse de 169 engagements portants sur des critères ESG d'un gérant d'actifs américains, que « *l'interaction délibérative en soi n'augmente pas de manière significative la probabilité d'avancement dans l'engagement des actionnaires, cela atténue l'effet de l'expression du désaccord au stade de l'élaboration de la solution* » et que *« l'expression d'un désaccord dans l'étape de développement de la solution du dialogue a un effet négatif sur l'avancement, d'autant plus dans une interaction délibérative* ».

L'impact positif de la pratique de l'engagement actionnarial sur les scores ESG a été démontré par Kölbel et al. (2020). Ces auteurs précisent également que cette pratique va pouvoir engendrer une évolution législative positive pour la valeur environnementale et sociale de manière générale, mais aussi spécifique pour les entreprises. Ils se concentrent sur la performance des entreprises après un acte d'engagement actionnarial, démontrant une meilleure performance sur les 14 mois suivants.

Selon l'étude réalisée par Bauer et al. (2022) sur les pratiques d'engagement actionnarial et particulièrement les dialogues privés portant sur des sujets extra-financiers, les firmes européennes sont les plus ciblées en termes d'engagement actionnarial (38,36%) devant les États-Unis (34.40%) et l'Asie (19.83%) [13].

13. Ils utilisent la base de données *Columbia threadneedle investments* sur la période 2007-2020

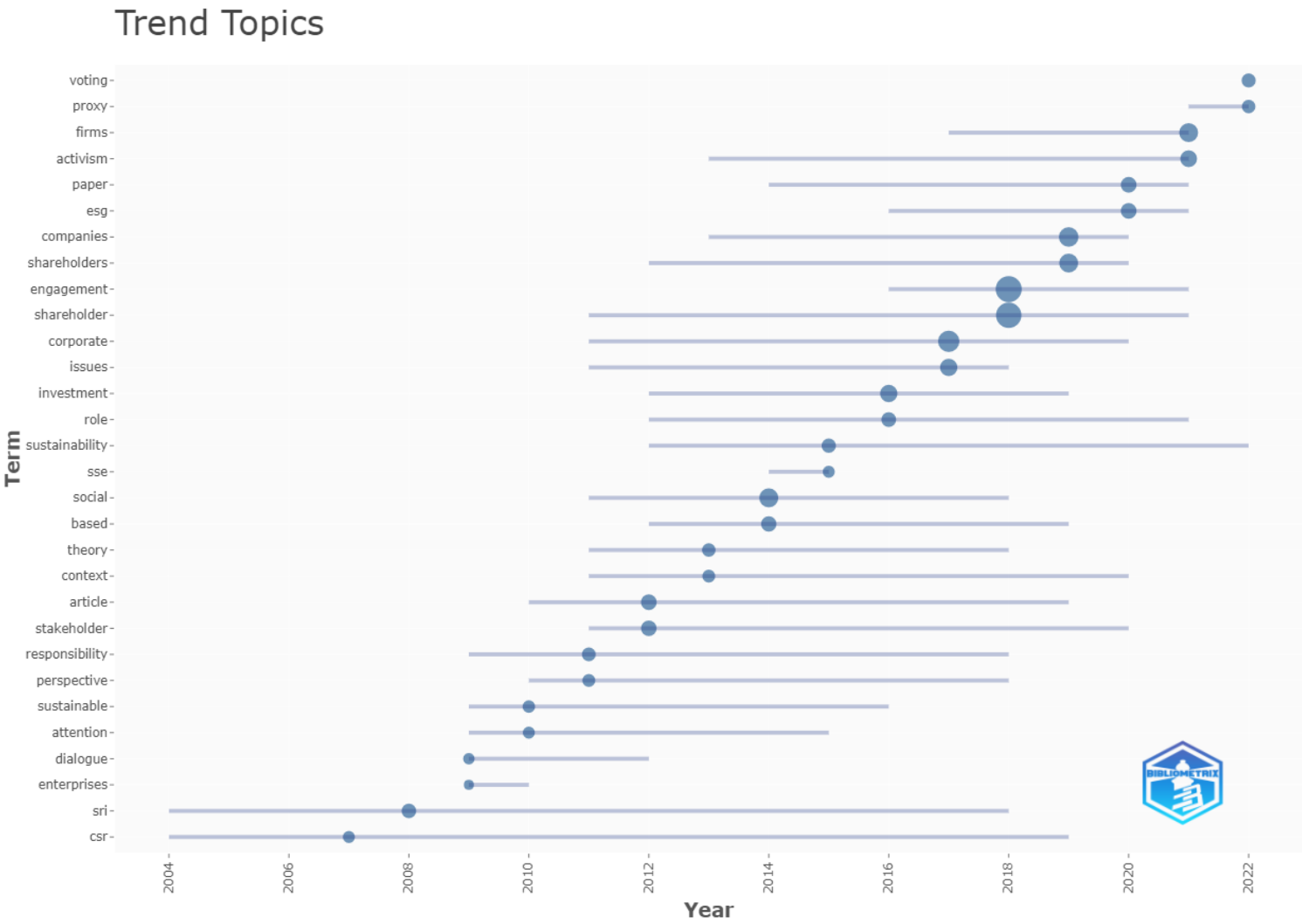


FIGURE 3.7 – Évolution des mots clés utilisés par les auteurs (BDD3)

L'évolution des mots clés utilisés par les auteurs nous permet d'identifier les thématiques par année. On retrouve bien l'utilisation du terme « engagement » à partir de l'année 2016 et jusqu'à ce jour. Les mots clés actuels semblent être : vote, engagement, *proxy*, durabilité.

À la suite de l'étude de ces bases de données, nous avons concentré notre attention sur les articles traitant de l'engagement actionnarial dans un contexte français.

Parmi les sujets les plus fréquents, nous pouvons nous apercevoir qu'en 2022 il y a une prépondérance des thématiques portant sur les *proxy* et des votes. Nous utiliserons cette donnée dans la construction de notre guide d'entretien.

Certaines limites sont également pointées par les auteurs comme Goodman et al. (2014) qui dénoncent le faible nombre de recherches se concentrant sur les dynamiques de *voice* et *exit* dans le cadre de l'engagement actionnarial. La suite de leur recherche se concentre ensuite sur l'engagement des organisations religieuses.

Section 2 Questions de recherche

Plusieurs limites et perspectives de recherche ont émergé de notre étude de la littérature académique. Celle-ci nous a permis de déterminer nos questions de recherche. Tout d'abord, nous avons effectué un positionnement de l'engagement actionnarial dans un contexte historique (1) puis déterminé les freins et leviers de l'engagement actionnarial dans un contexte français (2) pour enfin nous concentrer sur le rôle des ONG dans l'engagement actionnarial (3).

1 Positionnement de l'engagement actionnarial dans un contexte historique

L'enracinement de l'engagement actionnarial comme l'une des stratégies d'ISR ne semble plus à démontrer. Toutefois, si l'ISR est largement étudié aussi bien à l'étranger qu'en contexte français, nous avons plus de mal à ancrer l'engagement actionnarial dans un développement historique, culturel et religieux. Ainsi, il est intéressant de fournir une étude du développement et de l'enracinement de l'engagement actionnarial dans un nouveau pays incluant les connaissances et pratiques qui lui sont propres.

Quels sont les facteurs contribuant à l'évolution historique des stratégies d'ISR et de l'engagement actionnarial dans le monde et en France ?

Nous proposons ainsi de retracer l'évolution historique de l'engagement actionnarial, de ses racines et motivations premières à son ancrage en tant que stratégie ISR forte. Nous souhaitons offrir un premier panorama de l'engagement actionnarial en France avant de nous concentrer sur sa pratique contemporaine.

Plusieurs questions émergent cependant des suites de cette réflexion : si les fonds éthiques sont à l'origine de l'ISR et de l'engagement actionnarial, qui sont actuellement les acteurs engagés en France ? Il semble que la législation évolue de façon favorable pour les actionnaires, notamment minoritaires, est-ce le seul levier d'actions à disposition des actionnaires engagés ? Enfin, quelle est la force de succès de ces leviers ?

2 L'engagement actionnarial : freins et leviers d'action dans un contexte français

En contexte français, le passage de l'activisme actionnarial à l'engagement actionnarial a été énoncé par Girard (2007). Belinga (2018) consacre sa thèse à l'engagement actionnarial et propose des pistes de recherches comme l'évaluation des politiques de vote d'actionnaires. Aucune étude ne semble s'être particulièrement concentrée sur les stratégies de vote des fonds activistes : comment sont-elles déterminées et menées ? Comment les impacts sont-ils évalués ? Y a-t-il une meilleure stratégie qu'une autre ? Autant de questions qui sont aujourd'hui peu exploitées dans un contexte français.

Des études démontrent une influence positive des campagnes d'activisme actionnarial social sur la gouvernance d'entreprise (Becht et al., 2009, Doidge et Dyck, 2015, Dimson et al., 2015). L'étude de Barko et al. (2021) est concordante avec les précédents résultats dans le sens où il n'est pas prouvé que la campagne d'activisme social ait une influence sur les résultats financiers (bien qu'il y ait une amélioration des ventes). En revanche, elle prouve une influence positive sur le comportement et l'intégration des questions environnementales, sociales et de gouvernance par l'entreprise dans sa stratégie. Cette étude souligne également les différences existantes dans ses résultats en fonction des contextes législatifs, sociologiques, historiques ... Ils rejoignent sur ce point l'étude de Liang et Renneboog (2017). Ces résultats et limites concernant le contexte géographique, rarement ciblé sur la France, nous motivent dans notre idée de faire une étude centrée sur le contexte français.

L'état de notre recherche nous amène à constater la rareté des études approfondies et complètes sur l'engagement actionnarial. En effet, malgré sa mention dans diverses études, aucune n'englobe tous les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance sur un contexte français et présentant les influences et résultats de ces actions d'engagement de la part des actionnaires. Cundill et al. (2018) font également état d'une littérature « *incomplète et peu concluante* » en ce qui concerne la détermination de l'influence, sur les performances environnementales et sociales, d'un dialogue préalable aux dépôts de résolution.

Nous avons particulièrement souhaité nous concentrer sur les déterminants influençant la pratique (ou non) de l'engagement actionnarial, nous avons formulé la problématique suivante :

Quels sont les leviers et les freins à la pratique de l'engagement actionnarial en France ?

Plusieurs objectifs sous-tendent cette question de recherche. Au sein des leviers à la pratique de l'engagement actionnarial en France, nous chercherons à déterminer le rôle et l'impact des sociétés de conseil. Parmi les freins nous étudierons les coûts d'agence afférents à cette pratique en comparaison aux autres contextes. L'impact de la législation sera également étudié ; est-elle un levier incitatif ou une contrainte freinant la pratique ?

3 Rôle des organisations non gouvernementales dans l'engagement actionnarial

Plusieurs auteurs mentionnent le rôle des ONG sans toutefois faire de focalisation sur cet acteur particulier. Girard (2007) relève l'absence d'étude sur l'activisme social malgré une montée en puissance de ce qu'elle qualifie d'engagement social de la part d'ONG et de fonds syndiqués. Néanmoins, le contexte de l'article n'est pas exclusivement français et prend beaucoup appui sur des études et interviews de gestion d'actifs anglais.

Les ONG semblent également intervenir au moment du processus de notations réalisées par les agences : elles joueraient un rôle multiple de sources d'information et de collaborations avec les entreprises (Lavaine, 2020). C'est pourquoi nous avons construit notre recherche autour de la problématique suivante :

Les organisations non gouvernementales jouent-elles un rôle dans la pratique de l'engagement actionnarial en France ? Si oui, lequel ?

Il nous a semblé opportun de pouvoir étudier ces acteurs afin de déterminer leurs rôles dans l'engagement actionnarial et d'effectuer un rapprochement entre leurs modes d'action et ceux utilisés par les investisseurs institutionnels.

Section 3 Articulation et méthodologie de la recherche

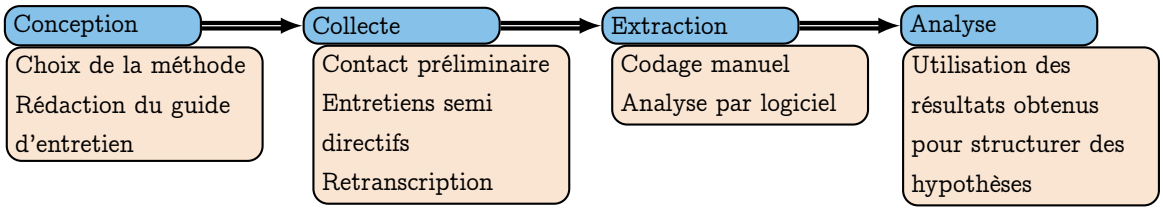


FIGURE 3.8 – Méthodologie de la recherche

Nos travaux visant à s'interroger sur les relations de pouvoir et contre-pouvoir, seule une étude qualitative nous semblait indiquée. En effet une démarche exploratoire inductive nous permet le développement d'une théorie qui se base sur la réalité construite par les personnes étudiées. De même, elle nous permet de faire une comparaison continue des données collectées, jusqu'à atteindre la saturation. En sciences de gestion, l'analyse qualitative est vue comme « *une démarche discursive de reformulation, d'explicitation ou de théorisation d'un témoignage, d'une expérience ou d'un phénomène* » (Coutelle, 2005).

Notre étude sera exploratoire, nous partirons donc de questions générales et sans hypothèse au préalable. Nous adopterons une approche inductive basée sur une vision constructiviste. En effet la vision constructiviste semble la plus appropriée à notre étude puisqu'il s'agit ici de comprendre le comportement social pour en construire une réalité perçue. Cette approche est la plus souvent adoptée dans les études de sciences de gestion en Europe. Dans une perspective constructiviste (Le Moigne, 2007), le monde est considéré comme un construit social et comme le produit des intuitions et du sentiment déterminés par les individus. Pour ce courant de pensée, il n'y a pas de critère efficace de la vérité scientifique. Ainsi, la recherche se définit à travers l'action et les interventions des acteurs par le biais de leurs processus cognitifs.

Dans les études anglo-saxonnes en revanche, l'approche positiviste est plus généralisée. Nous avons décidé de l'écarter puisque celle-ci nous semble plus convenir à des sciences dures pour de multiples raisons. En effet, l'approche positiviste part du postulat que le réel existe en dehors de tout et indépendamment de son observation

ou non. Or nous pensons que dans les interactions sociales, et justement dans le cas d'agissements dit « sociaux », l'interaction et l'intervention des acteurs doivent être au cœur de notre sujet d'étude.

1 Le choix des entretiens semi-directifs pour les données primaires

Le contexte de l'engagement actionnarial étant sous étudié, il nous a semblé approprié de débuter par une étude exploratoire. Celle-ci nous permet de pallier le manquement académique en faisant émerger plusieurs points d'intérêt du terrain lui-même.

Au sein des études qualitatives, une multitude d'options sont envisageables. En revanche, dans le cadre d'une exploration dont le but est la compréhension des interactions, seul l'entretien est pertinent. Notre approche méthodologique s'appuie sur : « *Les entretiens exploratoires ont pour fonction de mettre en lumière les aspects du phénomène auxquels le chercheur ne peut penser spontanément et de compléter les pistes de travail suggérées par ses lectures* » (Blanchet et Gotman, 2010). Au moment du lancement de notre étude (juillet 2020), nous n'avions connaissance d'aucun élément empirique concernant l'engagement actionnarial dans un contexte français.

Deux possibilités existent quand il s'agit de faire passer des entretiens : les administrer en groupe ou individuellement. Dans cette étude, nous retiendrons l'entretien individuel qui semble tout à fait adapté à une démarche exploratoire des comportements individuels des individus. Gavard-Perret et al (Gavard-Perret et al., 2012) précisent que « *. . .les entretiens individuels sont bien adaptés pour l'exploration de processus individuels complexes (compréhension, évaluation, décision . . .) ou des sujets confidentiels . . .* » (p.87). Certaines données pourraient être considérées comme trop sensibles par les sujets pour être partagées et discutées en groupe. Les seuls entretiens de groupe qui auraient été envisageables sont des groupements d'individus travaillant dans la même structure, cette solution n'est toutefois pas parue pertinente pour des raisons d'organisations.

En ce qui concerne les entretiens individuels que nous avons décidé de faire passer, trois possibilités de guidage s'offraient à nous : un entretien non directif, directif ou semi-directif. L'entretien directif a été la première option écartée, celui-ci

se rapprochant beaucoup d'une technique de recherche de type questionnaire et ôtant toute exploration possible. Les deux autres types d'entretiens ont été longuement étudiés. L'entretien non directif est assez peu utilisé en sciences de gestion, il sert davantage lorsque le sujet doit se livrer sur des sujets très personnels ou lorsque l'objet d'étude est peu défini. Il consiste en une écoute attentive du sujet, sans aucune autre intervention du chercheur que l'énoncé du thème. Ce type d'entretien est utile à la récolte d'un très grand nombre de données, mais celles-ci se trouvent être souvent très difficilement exploitables par la suite : les discours des sujets ayant tendance à être trop éloignés pour établir des recoupements. C'est dans cette optique que nous avons retenu l'entretien individuel semi-directif.

L'entretien semi-directif est l'outil le plus compatible pour la collecte des données, puisqu'il s'agit d'analyser les décisions et les attentes des investisseurs institutionnels. Ce type d'entretien permet la spontanéité des réponses lors de la conversation autour de thèmes et autorise l'interlocuteur à s'exprimer librement. Il aborde les thèmes de son propre choix (et permets ainsi une plus grande richesse du contenu à analyser par la suite). Au fil des entretiens, de nouvelles problématiques émergent et peuvent être intégrées à la recherche (ce qui démontre de la flexibilité apportée par cette méthode de recueil de données). Enfin, les entretiens semi-directifs permettent une mise en confiance propre à récolter des informations sur des sujets confidentiels. Cette technique s'adapte à la fois à la nature des informations recherchées et au terrain de l'étude.

L'option des entretiens semi-directifs nous est apparue la plus pertinente, par rapport aux entretiens directifs ou ouverts, car elle permet un degré de liberté élevé dans l'interaction entre répondant et enquêteur (Déjean, 2004). Déjean cite Grawitz (1996) : « *l'enquêteur reste libre quant à la façon de poser les questions, leur libellé, leur ordre, il peut en rajouter, mais il est tenu de recueillir les informations exigées par la recherche (...). La liberté de l'enquêteur et de l'enquêté n'est pas totale mais limitée par le cadre de la recherche. L'enquêté peut répondre à sa guise, mais non parler de n'importe quoi. L'enquêteur le ramène au sujet* ». Nous avons donc adopté un guide d'entretien semi-directif par thématiques, construit à partir de nos connaissances acquises dans la littérature scientifique.

Au vu de notre questionnement, portant principalement sur les modes d'engagement actionnarial et les déterminants, nous avons fait le choix d'interroger des investisseurs institutionnels.

2 Les guides d'entretien

Le guide d'entretien doit être envisagé comme « *un ensemble organisé de fonctions, d'opérateurs et d'indicateurs qui structure l'activité d'écoute et d'intervention de l'interviewer* » (Blanchet et Gotman, 2010). Nous avons ainsi établi un premier guide d'entretien semi-directif découpé en cinq thèmes détaillés ci-dessous. Chaque thème est découpé en questions principales, comportant des sous-items correspondant à des points de relances éventuels.

Il n'a pas toujours été nécessaire d'utiliser ses sous-items, les interlocuteurs y répondant pour la plupart du temps de façon naturelle. Les thèmes sont organisés pour permettre une progression et ont généralement été développés dans cet ordre. Toutefois, l'ordre des thèmes et questions n'était pas fixe et ouvert à toute interchangeabilité en fonction du discours du répondant. Nous avons progressivement, au cours des entretiens, adapté nos questions et principalement notre vocabulaire.

Nous reviendrons sur ces points en détail dans la section suivante.

2.1 Le guide d'entretien à destination des investisseurs institutionnels

Thème 1 : Présentation

Ce thème aussi appelé « thème de réchauffement » aura pour but de lancer la conversation. Il conviendra dès lors de se présenter et de rappeler les modalités d'enregistrement et d'utilisation de l'entretien (Fontana et Frey, 2000). Afin de mettre à l'aise l'interlocuteur, les premières questions resteront généralistes et nous permettront de collecter les données liées à la structure d'accueil.

- **Pouvez-vous me présenter votre organisme (Terme à modifier en fonction de chaque interlocuteur) ? Le guider afin d'obtenir les informations sur la date de création et le type de clients.**
- **Quel est votre rôle au sein de celui-ci ?**

Lors de la conduite des entretiens, ce thème introductif a également permis de nous présenter et de rappeler l'objet de notre recherche. Il a été utilisé dans tous les entretiens.

Thème 2 : Critères et processus de sélection des investissements

Ce thème a pour but de collecter des informations sur les processus décisionnaires de l'organisme, nous avons veillé à demander si ce processus est propre à l'interlocuteur ou à l'organisme.

- **Pouvez-vous nous expliquer le processus de décision menant à un investissement ? Avec cette question nous cherchons à connaître le mode de fonctionnement, le nombre de personnes impliquées dans le processus, les délais.**
- **Comment se déroule la collecte d'informations et quel impact cela a-t-il ? Nous observerons ici les asymétries d'informations et les coûts pour y remédier.**
- **Existe-t-il des critères d'exclusions ou d'inclusion dans vos décisions d'investissement ? Si oui lesquels et pourquoi. Nous pouvons ainsi avoir connaissance des stratégies ISR employés par l'organisme et nous amorçons le prochain thème.**

Thème 3 : Les relations entre actionnaires et dirigeants

Le but de ce thème est de comprendre les relations entre les investisseurs dans le cadre de leur engagement actionnarial et particulièrement la fréquence et l'importance des dialogues.

- **Pouvez-vous me parler des relations que vous entretenez avec les entreprises dans lesquelles vous êtes actionnaires.**
  - **Protocole**
  - **Gestion**
  - **Règle ?**
  - **Influence sur les votes ?**

Thème 4 : L'engagement actionnarial ou activisme actionnarial

L'objectif est faire une focalisation sur les modes d'action. En effet la littérature nous a démontré un nombre de modes d'action multiples et il nous semblait important de confirmer ces modèles dans le contexte français.

- **Pratiquez-vous l'activisme actionnarial ?**
  - **Si oui de quelle manière et dans quel but, sinon pourquoi ?**
  - **Demandez de présenter une ou deux situations d'activisme de la prise de décision à l'impact final de l'action.**

Très rapidement, cette question fut un point clé des entretiens, non pas pour le sujet, mais bien pour l'utilisation du terme « activisme ». Lors de presque tous les entretiens, une redéfinition entre activisme actionnarial et engagement actionnarial a été développée, soit directement par le répondant soit par nos soins sur demande. Selon Fontana et Frey (2000), lorsqu'il s'agit de comprendre le comportement et la vision des répondants, cette démarche est inévitable : « *l'utilisation d'un langage, en particulier l'utilisation de termes spécifiques, est importante dans la création d'une connaissance commune grâce à laquelle l'enquêteur et le répondant pourront comprendre le contexte de certains référents spécifiques* ».

- **Pouvez-vous me parler de votre stratégie de vote ?**
  - **Comment est-elle mise en place ?**
  - **Par qui ?**
  - **À quel moment ?**
  - **Évolution ?**
  - **Comment est-elle appliquée ?**
  - **Contrôle ?**

Nous nous attardons particulièrement sur les politiques de vote, l'un des points mis en évidence comme étant sous-étudiés par la littérature. Cette question a été modifiée au cours des entretiens pour y ajouter l'utilisation, ou non, de *proxy advisors*, un sujet qui a émergé rapidement dans nos premiers entretiens.

Thème 5 : Évolution législative

Ce thème servira de clôture, on annonce la dernière question qui sera plus ouverte.

- **Pensez-vous que les évolutions législatives/sociétales vont avoir un impact sur les ISR ?**
  - **Pourquoi ?**
  - **Est-ce positif / négatif ?**
  - **À quel terme ?**

L'entretien s'arrêtera ainsi après les remerciements d'usage. Ce guide d'entretien comprend au maximum 12 grandes questions si l'interlocuteur est déjà impliqué dans une démarche d'ISR. Certaines questions auront vocation à être courte, d'autres à être bien plus développées. Ce guide n'est qu'une trame personnelle utilisée pour cadrer les échanges et obtenir un groupement d'informations sensiblement similaires et donc exploitables.

2.2 Le guide d'entretien à destination des organisations non gouvernementales

Les acteurs étant différents avec des motivations particulières et une littérature inexistante, le guide d'entretien a été obligatoirement modifié.

Si le thème 1 est similaire de prime abord, une série de questions courtes a été ajoutée :

- **Pouvez-nous parler de vos sources de financement ?**
- **Vous avez pris part au sein des actionnaires de différentes entreprises, recevez-vous des dividendes ?**
- **Est-ce un moyen de financer d'autres actions ?**

Nous cherchions ainsi à comprendre leurs rôles et motivations et à identifier d'éventuelles sources de conflits.

Thème 2 : La pratique de l'engagement actionnarial

Nous nous étions heurtés, avant le début des entretiens, à plusieurs constats ; il y avait des mentions d'activisme/engagement actionnarial dans certains journaux, mais il n'y en avait aucune dans les recherches académiques (des mentions rares et sans sources) et sur les sites internet des ONG que nous avons consultés au préalable. Nous avions ainsi plusieurs questions, tout d'abord sur une réelle détention d'actions (les documents financiers que nous avions pu étudier n'étaient pas exhaustifs sur ce point) et sur l'absence de communication à ce sujet.

- **Faites-vous de l'engagement actionnarial ?**
  - **Si non pourquoi ? Freins / Motivations / Justification**
- **Entretenez-vous des liens avec des sociétés de gestion pratiquant l'engagement actionnarial ?**
  - **Si oui de quelle nature ? (Conseil ? Incitations. . .. ?)**
- **Nous avons eu du mal à trouver des associations ou des ONG françaises qui s'engagent dans l'activisme actionnarial :**
  - **C'est peu pratiqué ?**
  - **Est-ce un problème de communication ?**

La clôture des entretiens a été similaire au thème 5 du guide précédent.

Tous les interlocuteurs ont reçu une première version de l'article comme convenu avant publication : aucun ne nous a répondu, nous en avons donc conclu leur approbation concernant les propos rapportés. À la différence des entretiens réalisés avec les autres acteurs, pratiquement tous les répondants ont eu des paroles considérées comme "OFF" avec la demande absolue qu'elles ne soient pas intégrées à notre étude. Nous avons respecté cela en surlignant en rouge les passages lors de notre retranscription. Ainsi ces passages n'ont pas été codé, dans le logiciel Nvivo12 utilisé par la suite, mais ont pu nourrir notre réflexion.

3 Les échantillons et conduites des entretiens

La recherche qualitative exploratoire est caractérisée par « *des échantillons de taille réduite qui n'ont aucun objectif de représentativité au sens statistique du terme, mais qui répondent à des critères de pertinence de la structure de la population étudiée compte tenu du problème spécifique de l'étude* » (Evrard et al., 2009).

Deux types d'échantillons sont possibles :

- Un échantillon probabiliste ou dit « aléatoire » ne correspondant pas à notre besoin

Ou

- Un échantillon non probabiliste comme dans notre étude.

Au sein de l'échantillon non probabiliste, diverses techniques d'échantillonnage existent et seront utilisées ici de façon complémentaire. Parmi celles-ci on retrouve l'échantillon par choix raisonné où le chercheur choisit délibérément ses sujets sur certains critères et l'échantillon par quota permettant de reproduire la population étudiée en respectant ses proportions (notamment dans les structures étudiées). Nous avons d'abord créé un échantillon d'investisseurs institutionnels, que nous avons délibérément complété par certaines catégories sous-représentées. Ce premier échantillon a été également complété par des acteurs externes : société de conseil, entreprise à mission …

Notre deuxième échantillon, étant exclusivement composé d'ONG participant à l'engagement actionnarial, nous amène à un échantillon de niche de très faible nombre. Nous n'avons eu aucune action sur la constitution de l'échantillon autre que la vérification, par les répondants eux-mêmes, que nous avions interrogé tous les interlocuteurs possibles en France. Seul un interlocuteur n'a pas pu être interrogé malgré nos tentatives de contact.

La taille de l'échantillon est un des éléments déterminants d'une bonne recherche. Il est cependant également l'un des éléments les plus difficiles à établir entre volonté théorique et réalité du terrain. Plusieurs principes vont permettre de déterminer la taille théorique dite « idéale » de composition de notre échantillon : le principe de saturation (plus précisément de saturation sémantique dans le cadre d'une recherche qualitative, nous rechercherons la taille d'échantillon à partir de laquelle plus aucune information nouvelle ne semble émerger) et le principe de diversité (tout comme dans le principe d'un échantillon par *quota*, le but est d'avoir une représentativité des acteurs).

Nous trouvant dans une étude qualitative exploratoire, notre échantillon sera de taille réduite et ne visera pas à atteindre une représentativité statistique ou un échantillon complet, mais à explorer suffisamment la variété des situations possibles (Wacheux et Roussel, 2005). Afin de déterminer la taille de notre échantillon, nous avons retenu le critère de la saturation théorique (Glaser et Strauss, 1967). Caumont explique que pour l'entretien semi-directif, l'échantillon doit comprendre entre quinze et trente interviewés maximum parce que le chercheur atteint avec cette limite supérieure le seuil de saturation (Caumont, 2007).

Le spectre des investisseurs institutionnels est assez large comme vu précédemment. Pour créer une première liste qui nous a servi de base, nous avons repris la liste des adhérents de l'Association Française des Investisseurs Institutionnels (AF2I) présente sur leur site internet au 5 juillet 2020. Nous avons opté pour une méthode d'entonnoir ; tout d'abord nous avons balayé un large spectre puis progressivement nous avons ciblé nos demandes en fonction des manques constatés. Plusieurs entretiens semi-directifs ont été conduits auprès des acteurs de l'engagement actionnarial dans le contexte français. Ces entretiens ont été couplés à l'analyse détaillée des documents des sociétés interrogées (politique de vote, rapport d'activité, site internet).

Environ 40% des personnes contactées ont répondu à notre demande. 7% nous opposant un refus, soit sans motifs, soit parce qu'ils considéraient « *ne pas être légitimes sur le sujet* ». Parmi les 22 répondants, seuls deux entretiens se sont montrés non concluants. Nous avons choisi de ne pas intégrer le premier de ces deux entretiens dans l'échantillon, car l'interlocuteur nous a renvoyés à un rapport public sans répondre à nos questions. Le deuxième est intégré malgré des réponses très courtes, peu ouvertes et renvoyant le plus souvent également aux données publiques. 21 entretiens ont été effectués par visioconférence ou téléphone, un seul a pu se dérouler en face à face[14] : ils ont fait l'objet d'un enregistrement, avec accord systématique des participant.e.s. Une retranscription intégrale a été effectuée pour chaque entretien. Au total, nous avons collecté 13h d'entretiens correspondant à une moyenne de 36 minutes par entretien. Les retranscriptions donnent lieu à un corpus de 140 pages (78.000 mots). Le tableau suivant récapitule ces éléments.

14. Ceci s'explique soit par le contexte sanitaire au moment des entretiens soit par des répondants se situant à l'étranger

Nom organisme	Répondants	Privé/public	Poste occupé par la/le répondant.e	Durée (en mn)
Allianz	Assurance	Privée	Analyste ESG	38
AmberCapital	Fonds de gestion	Privé	Managing partner	51
Elliot	Fonds de gestion	Privé	Portfolio Manager	30
Banque de France	Banque	Publique	Expert en investissement responsable	20
CIAM	Fonds de gestion	Privé	Head of Corporate Governance	23
Covéa	Mutuelle	Privée	Analyste ESG	31
ERAFP	Fonds de pension	Public	Chargé de mission ISR	19
Ircantec 1	Fonds de pension	Public	Analyste ISR	21
Ircantec 2	Fonds de pension	Public	Analyste ISR	35
Lyxor	Banque	Privée	Responsable équipe investissement responsable	23
Sycomore	Fonds de gestion	Privé	Analyste ESG	20
BlackRock	Fonds de gestion	Privé	Vice président investment stewardship ESG.	48
Proxinvest	Société de conseil	Privée	Directeur général	60
Oxym	Société de conseil	Privée	Fondateur	50
SquareWell	Société de conseil	Privée	Conseiller privé	64
FRR	Fonds de pension	Public	Chargé de mission ISR	48
Les amis de la terre 1	ONG	Publique	Coordinateur Général	23
Les amis de la terre 2	ONG	Publique	Chargée de campagne finance privée	26
Reclaim Finance	ONG	Publique	Engagement des Acteurs Financiers	35
Fondation Nicolas Hulot	ONG	Publique	Administratrice et trésorière	38
Oxfam	ONG	Publique	Chargé de plaidoyer Climat et Finance	37
Prophil	Entreprise à mission	Privée	Responsable du Pôle Recherche	44

TABLE 3.1 – Échantillon : Répondants et statistiques des entretiens.

Nombre de répondants : 22

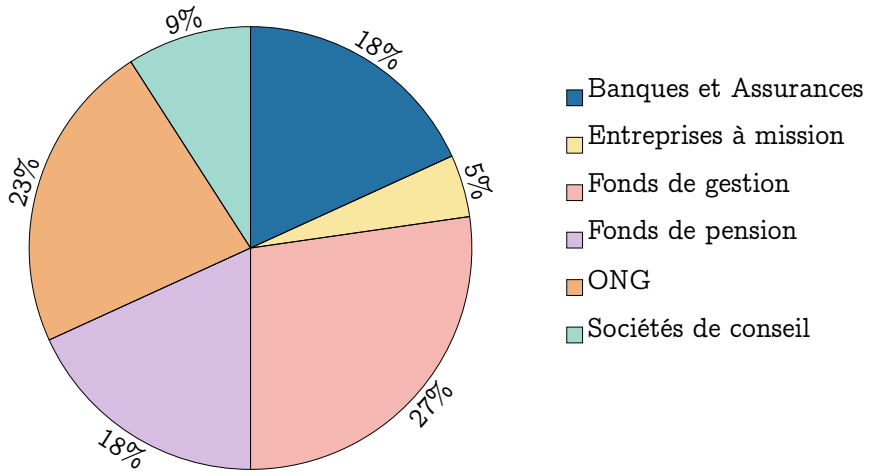


FIGURE 3.9 – L'échantillon des répondants

Ces retranscriptions n'ont pas été communiquées aux répondants puisqu'aucune demande n'a été faite en ce sens de leur part. Nos conclusions ont en revanche été communiquées à ceux ayant exprimé leur intérêt.

4 L'analyse des données primaires

L'une des difficultés principales afférant à la conduite d'une analyse qualitative est celle de l'analyse d'un matériel riche en texte, mais parfois hétérogène. L'avantage des entretiens semi-directifs étant la liberté dans les dialogues, la récolte finale semble parfois « ingérable ». De fait, le risque est alors grand de vouloir quantifier les mots retranscrits et passer à côté de l'implication même qu'apporte le concept d'étude qualitative (Miles et Huberman, 2003).

La première méthode consistera alors à trier et classer ces données. Pour cela nous utiliserons une série de codes. La codification permet d'identifier des éléments significatifs, de les isoler et organiser. Une méthodologie consistait à souligner chaque unité traitant d'un sujet pour les diviser en sections et leur attribuer un « nom » ou autrement dit un « code » (Agar, 1980). Désormais, l'outil informatique ainsi que les logiciels d'analyse de données textuelles (Nvivo, Alceste, Iramuteq, ...) permettent un étiquetage et une division des textes. Il est en revanche toujours conseillée de pré établir ces codes, le chercheur étant le plus apte à identifier les éléments significatifs. Cependant, il existe un risque inhérent de biais cognitifs dans ce type d'analyse. C'est la raison pour laquelle un croisement d'analyses est nécessaire (Lejeune, 2019).

Dans cet ordre d'idées, nous avons créé notre code simultanément à la réalisation de nos entretiens afin de faire de notre analyse qualitative un véritable processus itératif et de pouvoir identifier et corriger les biais et éventuelles données incomplètes ou équivoques (Miles et Huberman, 2003).

Nous positionnant dans une démarche inductive, nous n'avions pas de code préétabli à nos entretiens. En revanche, nous avions découpé notre guide d'entretien en thématiques qui ont été déterminantes pour faire ressortir un premier codage.

Le premier thème portant sur leurs pratiques, nous avons donc choisi un codage inspiré par la littérature et les discours de nos interrogés pour faire ressortir chaque pratique. Au cours de ce thème, nous avons pu identifier plusieurs sous-thèmes qui émergeaient :

— Tout d'abord une attention sur le vocabulaire utilisé par les actionnaires, nous avons alors souhaité isoler les termes « activisme » et « engagement » ;
— Ensuite le positionnement comme actionnaire activiste ou engagé ;
— Enfin sous le noeud « engagement » nous avons pu lister les freins et motivations de ses acteurs.

Le second thème portait sur leur politique de vote, cette thématique n'a généralement été que rapidement développée par nos interlocuteurs, nous n'avons pas développé davantage le code. En revanche, ce thème a été l'occasion de faire émerger une problématique concernant l'utilisation, ou non, des proxys. Nous avons trouvé cette problématique intéressante, puisqu'elle recoupait l'une des limites des travaux actuels déjà identifiés et l'avons transformé en nœud.

Un troisième thème concernait leur vision de l'avenir concernant l'ISR et l'inclusion des critères extra financiers dans les démarches des actionnaires, cette vision fut brève et codée dans le nœud engagement. En revanche, toutes les comparaisons internationales avec les pratiques voisines ont été mises de côté pour faire l'objet de recherches plus avancées.

5 Les limites méthodologiques

Une première limite importante de l'enquête par entretien tient à la constitution de l'échantillon. Comme évoqué précédemment, nous avons tenté de répondre à ce risque en nous basant sur les répondants eux-mêmes, en demandant quels étaient pour eux les acteurs à interroger en priorité. Assez rapidement, nous avons vu des similitudes dans les acteurs-clés identifiés par les investisseurs eux-mêmes, ce qui nous a permis de cibler plus attentivement nos entretiens. Nous avons toutefois dû faire face à un manque de réponse malgré plusieurs tentatives de contacts pour certains organismes. Néanmoins, la saturation sémantique de l'échantillon nous fait dire que celui-ci semble atteint : en effet, dans les derniers entretiens réalisés, aucun nouveau verbatim n'a pu être identifié.

Une seconde limite majeure est imputable à la fiabilité des informations recueillies. En abordant des sujets sensibles, le répondant peut occulter volontairement des informations pour diverses raisons. Par exemple, la personne interrogée, bien qu'ayant accepté de participer à l'étude, est tenue à une certaine réserve vis-à-vis de la société qui l'emploie. Par ailleurs, le discours du répondant prône l'orthodoxie propre au contexte professionnel.

Enfin, la prise en compte du mode déclaratif pose tous les problèmes de rationalisation a posteriori. Il est difficile, voire impossible pour l'enquêteur de distinguer la rationalité du discours, de la rationalité de l'action : « *les entretiens ne se suffisent jamais à eux-mêmes. Ils prennent place dans un dispositif plus large, où au moins deux sources d'évidence sont utilisées. Le design de la collecte est donc un processus réfléchi et construit pour un but précis. Chaque entretien contribue significativement à répondre aux questions de recherche. Pris isolément, il ne signifie rien* » (Wacheux, 1996).
Aussi cette démarche doit-elle être accompagnée par une procédure de croisement de plusieurs sources d'information.

Afin de pallier à cette question de fiabilité, nous avons tenu une veille informationnelle importante nous permettant de recueillir des informations et données parallèles. Ces données n'ont pas fait l'objet d'un traitement ou d'une analyse propre mais ont servi notre analyse. Nous avons utilisé ces données pour approfondir, confirmer ou infirmer les propos tenus par nos interlocuteurs. Ces différents éléments récoltés de façon informelle nous ont également permis d'appréhender les limites de notre étude. Notre niveau de compréhension des

interlocuteurs et de leurs discours s'en est trouvé largement amélioré grâce à la richesse du croisement des informations. Cette veille s'est déroulée tout au long de nos entretiens et s'est poursuivie jusqu'à la fin de nos travaux.

Elle a consisté en une collecte de données issues de sources diverses telles que :

— Des colloques et conférences (Journée de l'économie 2019, Conférence International de Gouvernance (CIG) 2019, Congrès du Réseau International de Recherche sur les Organisations et le Développement Durable (RIODD) 2020, 2021, 2022, Congrès de l'Association Francophone de Comptabilité (AFC) 2022 ...)
— Des journaux spécialisés via un système flux RSS (Novethic, The conversation, LesEchos...)
— Les sites internet des principaux acteurs identifiés (Climate Action 100+,GSIA, AF2I, AMF, ONG ...)

Une dernière limite provient de la reproductibilité de l'analyse. Si cinq entretiens ont pu bénéficier d'un double codage manuel par deux chercheuses opérant de façon indépendante, le reste des entretiens n'a été codé que de façon unilatérale, l'extraction des verbatims a toutefois été revue par une chercheuse ultérieurement.

CONCLUSION

Les requêtes d'analyses bibliométriques réalisées nous permettent de constater une évolution et un intérêt croissant pour la recherche sur le champ de l'ISR, l'activisme actionnarial et plus récemment l'engagement actionnarial.

Elles nous ont permises également d'identifier trois questions de recherche répondant à un besoin dans la littérature académique et qui poursuivent un triple objectif : approfondir l'écosystème des acteurs, identifier les modes d'action de l'engagement actionnarial en France et ancrer historiquement le développement de cette stratégie d'ISR selon les particularités du contexte français.

Ainsi, si les acteurs sont nombreux avec des rôles complexes, nous approfondirons particulièrement deux relations. Tout d'abord, les relations entre investisseurs institutionnels et entreprises avec un point d'attention concernant le rôle et l'utilisation des sociétés de conseil. Puis, la relation qu'entretiennent les ONG avec l'ensemble des autres acteurs de l'engagement actionnarial. Nous confronterons les relations identifiées dans les travaux précédemment vus et celles observées et identifiées lors de notre recherche terrain.

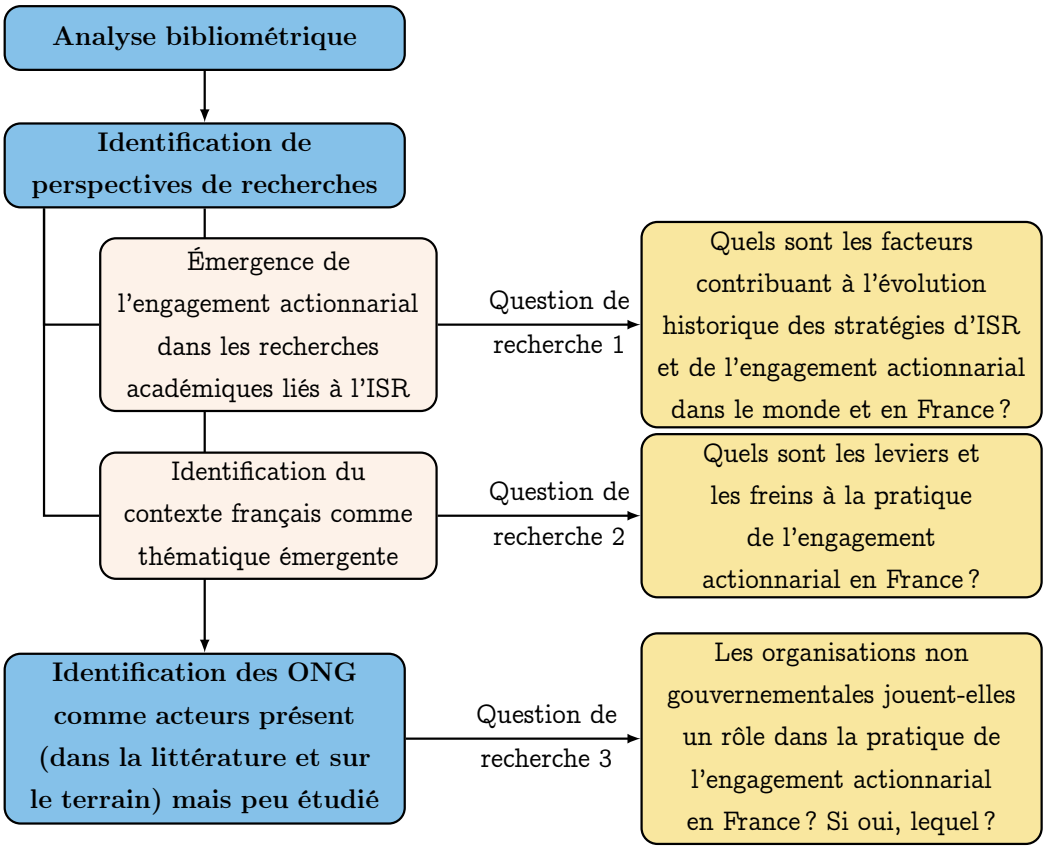


FIGURE 3.10 – Structure de la recherche

Ces deux sujets traitant de relations sociales et de liens interpersonnels nous avons adopté un mode de recherche qualitative par entretiens semi-directifs. Un guide d'entretien a été réalisé puis légèrement adapté au deuxième contexte. L'échantillon, non probabiliste, comporte 22 entretiens, retranscrit puis analysé par logiciel (Nvivo12). Les données primaires furent complétées par des données secondaires pour croiser les sources d'informations selon la préconisation de Wacheux (1996), nous permettant ainsi de limiter les biais de discours et de renforcer la fiabilité de nos résultats. L'ancrage historique se positionne comme une analyse chronologique à l'aide de sources secondaires.

Partie 2 : Trois essais sur l'engagement actionnarial

Les pistes de recherches précédemment identifiées ont permis d'aboutir à trois questions de recherche à la fois conjointes et distinctes d'un point de vue méthodologique. C'est pourquoi notre étude se construit en une succession de trois essais.

Tout d'abord nous revenons sur les origines de l'engagement actionnarial en inscrivant celui-ci comme étant l'une des stratégies d'investissement responsable. Nous adopterons ainsi une approche plus historique et travaillerons à partir de sources secondaires. Notre objectif portera sur l'établissement d'une chronologie propre à l'engagement actionnarial et particulièrement à son développement, plus récent, en France.
Cet article sera construit à partir de sources secondaires : il retracera le développement de l'ISR puis celui de l'engagement actionnarial en cherchant à comprendre ses déterminants.

Dans un deuxième essai nous nous concentrerons sur l'écosystème français et plus particulièrement sur la pratique de l'engagement actionnarial en France. Nous inscrirons notre recherche dans un cadre théorique puis nous développerons une méthodologie qualitative par entretiens semi-directifs.
Dix-sept acteurs de l'engagement actionnarial en France seront entendus, leurs discours seront ensuite analysés afin de comprendre les leviers et les freins à cette pratique.
Nous nous intéresserons aussi bien aux investisseurs institutionnels qu'à certains acteurs « indirects » de l'engagement actionnarial comme les sociétés de conseil (*Proxy Advisors*).

Finalement, nous compléterons ces études par une focalisation sur un type d'acteurs indirects : les ONG. La rareté des mentions dans la littérature académique confrontée à des mentions récurrentes dans les entretiens de la précédente étude démontre l'utilité d'une telle recherche.

La rencontre avec plusieurs ONG nous prouvera que celles-ci jouent un rôle indirect et important dans la pratique de l'engagement actionnarial en France. En effet elles entretiennent des liens et partagent des activités avec plusieurs acteurs directs ou indirects de l'engagement actionnarial.

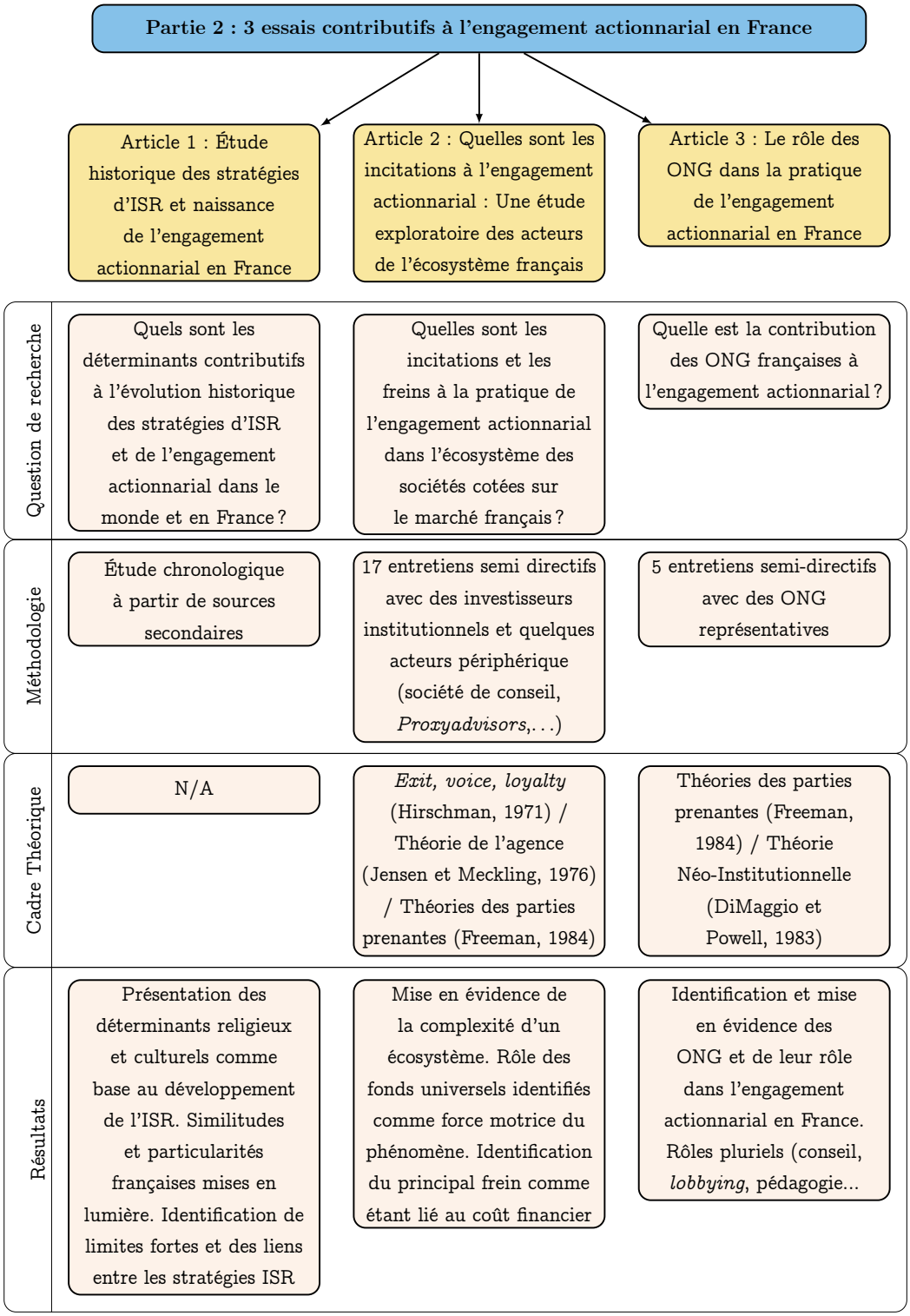


FIGURE 3.11 – Structure de la partie 2

Chapitre 4

Étude historique des stratégies d'investissement socialement responsable et naissance de l'engagement actionnarial.[Article1]

Carol-Anne LOHER-DELALUNE (LEGO)

Résumé

Les préoccupations liées aux enjeux environnementaux sont plus que jamais un sujet d'actualité. Les entreprises doivent se prémunir d'un risque de réputation en ayant une communication extra-financière de plus en plus aboutie et contrainte légalement. Cet environnement particulier qui favorise l'essor de l'engagement actionnarial n'est pas un phénomène nouveau. En effet, l'engagement actionnarial n'est qu'une des pratiques de l'investissement socialement responsable. Or, celui-ci tire bien souvent ses racines de préoccupations religieuses ancestrales. C'est toute cette chronologie et ses liens que nous mettrons en lumière dans cet article.

Mots clés : engagement actionnarial, investissement socialement responsable, critères ESG, activisme social

Abstract

Concerns related to environmental issues are more than ever a hot topic. Companies must protect themselves from reputational risk by having increasingly sophisticated and legally constrained extra-financial communication. This environment, which favors the development of shareholder engagement, is not a new phenomenon. Indeed, shareholder engagement is only one of the practices of socially responsible investment. However, it often has its roots in ancient religious concerns. It is this whole chronology and its links that we will highlight in this article.

Key words : shareholder engagement, socially responsible investment, ESG criteria, social activism

Introduction

Les préoccupations liées aux enjeux environnementaux sont plus que jamais un sujet d'actualité. Les entreprises doivent se prémunir d'un risque de réputation en ayant une communication extra-financière de plus en plus précise, complète et justifiée au risque d'être accusées de *Greenwashing*. De plus cette communication extra-financière est au cœur des débats législatifs en France et en Europe et devient de plus en plus contrainte.

Cet environnement particulier tend à favoriser l'essor de l'Investissement Socialement Responsable (ISR) au sein duquel on retrouve plusieurs stratégies, sept au total, parmi lesquelles l'engagement actionnarial ou l'activisme actionnarial. L'engagement actionnarial se distingue de l'activisme actionnarial par une focalisation des dialogues (entre actionnaires et dirigeants) sur les critères Environnementaux Sociaux et de Gouvernance (ESG) (Loubières, 2014).

L'ISR est un « *placement qui vise à concilier performance économique et impact social et environnemental, en finançant les entreprises et les entités publiques qui contribuent au développement durable, quel que soit leur secteur d'activité* » (FIR, 2021). Au sein de ces différentes stratégies, on peut identifier des stratégies anciennes et ancrées comme l'exclusion, le *screening* et les stratégies de *best-in-class*. Une stratégie plus récente se développe ; il s'agit de l'engagement actionnarial.

L'intégration des critères liés aux enjeux ESG, dans les prises de position des investisseurs, connaît une croissance exponentielle sur les dernières décennies (Novethic, 2018). Entre 2014 et 2017, Novethic, média de référence concernant l'économie responsable, évalue à plus de 20% par an le nombre de sociétés ayant été ciblées par des campagnes publiques de fonds activistes. Toutes ces campagnes, pouvant nuire à la réputation des entreprises, exigeaient une amélioration des pratiques sur un ou plusieurs enjeux ESG.

L'objet de cet article est de répondre à la question suivante : Quels sont les déterminants contributifs à l'évolution historique des stratégies d'ISR et de l'engagement actionnarial dans le monde et en France ?

Le lien historique entre l'ISR et les fondements éthiques et religieux a été démontré de nombreuses fois dans la littérature récente (Arjaliès, 2014 ; Aaken et Buchner, 2020). L'engagement actionnarial semble cependant avoir d'autres déterminants. En effet cette nouvelle stratégie d'ISR présente une dynamique historique de développement plus impactée pour les mouvements sociaux, les crises financières et la législation.

L'ambition de cet article est donc de proposer un essai historique à partir de sources secondaires, en opérant un croisement des littératures existantes de plusieurs domaines (ISR, fonds d'investissement éthiques, engagement et activisme actionnarial…) dans le but de redéfinir les termes et leurs évolutions récentes. Pour ce faire, nous avons découpé notre propos en deux parties. Dans un premier temps, nous reviendrons sur les définitions et le contexte historique de l'ISR, puis, dans un second temps, nous focaliserons notre attention sur l'essor de l'engagement actionnarial.

Section 1 L'investissement socialement responsable

Dans cette partie, nous définissons l'investissement socialement responsable et ses différentes stratégies. Nous nous appuyons sur une littérature abondante liant religions et investissements (Jouaber-Snoussi et Jouini, 2011 ; Ege, 2014) mais également sur le développement des fonds éthiques (Burlacu et al., 2004 ; Louche et Lydenberg, 2006 ; Goranova et Ryan, 2014 ; Logsdon et VanBuren III, 2008 ; Belinga, 2018)

1 L'investissement socialement responsable ; un investissement aux multiples stratégies

L'ISR, qui peut se définir comme un processus consistant à intégrer des critères extra-financiers dans sa décision d'investissement (Arjaliès, 2011), connaît une expansion depuis la fin du XXe siècle (Arjaliès,2011 ; Pérez, 2002). L'ISR s'est développé parallèlement à la Responsabilité Sociétale des Entreprises (RSE) dans les textes législatifs en France et les deux ont un but commun : le développement durable (Fatoux, 2006). C'est par la RSE que les outils déterminants pour le développement de l'ISR ont émergé ; on parle ici des *reportings* et des agences de notations (Fatoux,2006).

L'Association Française de Gestion financière (AFG) et le FIR ont abouti à une définition bien précise de l'ISR : « *L'ISR est un placement qui vise à concilier performance économique et impact social et environnemental, en finançant les entreprises et les entités publiques qui contribuent au développement durable, quel que soit leur secteur d'activité. L'ISR le fait en influençant la gouvernance et le comportement des acteurs, et favorise ainsi une économie responsable* ».

Le nombre de stratégies composant la notion d'ISR est encore fluctuant selon les organisations. Nous avons adapté un tableau du rapport Eurosif de 2018 afin de présenter ces différentes stratégies.

	Eurosif [1]	**GSIA** [2]	**PRI** [3]	**EFAMA** [4]	**AMF** [5]
Approche *Best-in class*	X	X	X	X	X
Exclusion	X	X	X	X	X
Engagement actionnarial (ou activisme actionnarial)	X	X	X	X	X
Approches thématiques	X	X	X	X	X
Investissement à impact	X	X			X
Sélection à partir de standard minimum	X	X	X	X	
Intégration des critères ESG dans l'analyse financière	X	X	X		

TABLE 4.1 – Les différentes stratégies d'ISR

Il est à noter qu'Eurosif est actuellement [6] en train de travailler sur une redéfinition des stratégies d'ISR (en 5 catégories). Notre contexte principal étant la France, nous avons choisi de conserver la classification de l'AMF, à savoir : les approches *Best-in-class*, les exclusions, l'engagement actionnarial, les approches thématiques et l'investissement à impact.

Les deux premières stratégies sont antagonistes, l'une visant à ne pas investir (ou désinvestir en suivant la logique d'*Exit* d'Hirschman (1970)) dans les entreprises ne respectant pas les critères prédéterminés tandis que l'autre vise une logique du « mieux faisant » et fonctionnera par analyse et notation (sur la base des critères ESG). Ainsi, à titre d'illustration sur le secteur charbon, un investisseur pratiquant une stratégie d'exclusion refusera tout investissement dans une entreprise du secteur, tandis que, dans une approche *Best-in-class*, l'investissement pourra être envisagé lorsque l'entreprise du secteur fait preuve d'une stratégie de transition en cours.

1. Eurosif est un groupe de recherche européen sur l'investissement responsable.
2. GSIA : *Global Sustainable Investment Alliance* est la plus grande coalition mondiale.
3. PRI : Principe pour l'investissement responsable des Nations Unies.
4. EFAMA : *European Fund and Asset Management Association* est une association représentative pour l'industrie de gestion des portefeuilles européens.
5. AMF : Autorité des Marchés Financiers en France.
6. Juin 2022.

Les approches thématiques se distinguent des investissements à impact dans le sens où elles ne chercheront que l'impact positif dans un cadre de développement durable, sans recherche d'un rendement financier complémentaire tandis que l'investissement à impact agit dans une perspective de conciliation des deux objectifs.

Ainsi, hormis pour la stratégie d'exclusion, l'engagement actionnarial peut se conjuguer et venir en support complémentaire de l'ensemble des stratégies de sélection.

Au travers des précédentes définitions, nous avons pu démontrer que l'ISR se retrouve au croisement de l'intégration des critères ESG (dans plusieurs de ces stratégies vues précédemment) et de la RSE qui a favorisé son développement (Fatoux, 2006). Nous pouvons alors aboutir à la matrice suivante :

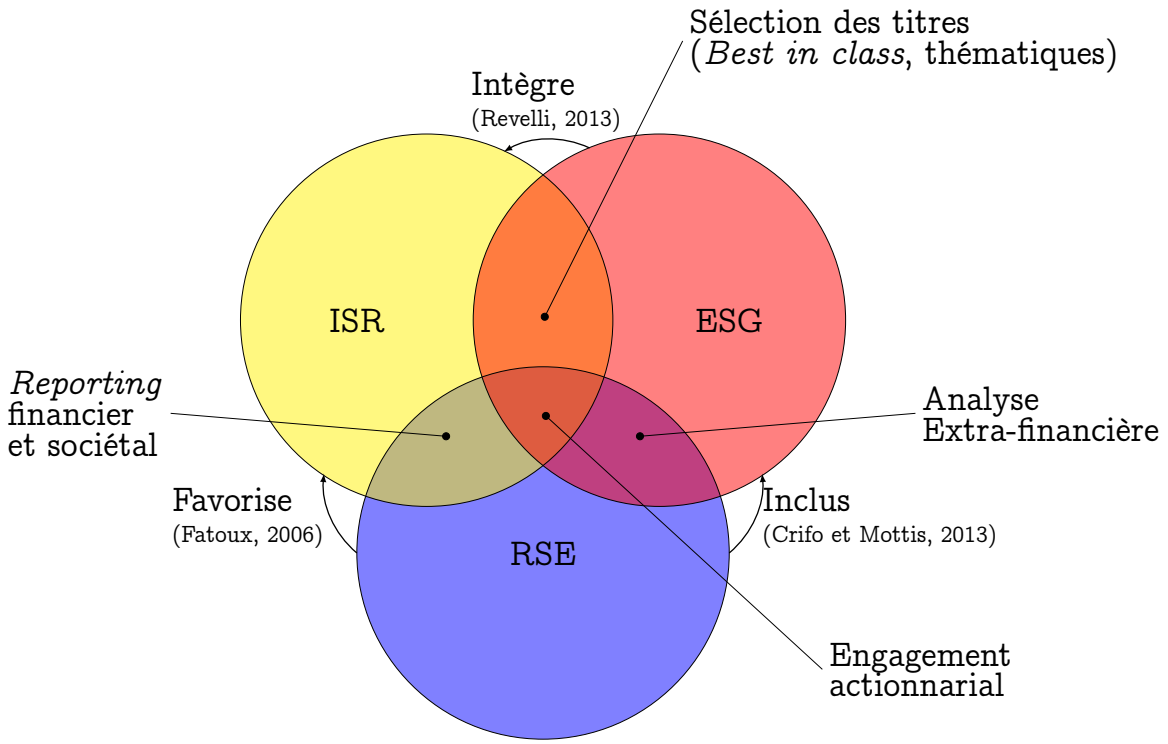


FIGURE 4.1 – Liens entre les notions d'ISR, RSE et ESG

Nous souhaitons désormais retracer les déterminants au développement de l'ISR afin de pouvoir effectuer une comparaison avec celui de l'engagement actionnarial dans un second temps.

2 Les origines diverses de l'expansion de l'investissement socialement responsable dans le monde

Dans la littérature il est très souvent fait un rapide historique du développement de l'ISR ou de la RSE. Une certaine similarité et redondance dans les faits et exemples utilisés est constatée. En revanche, nous n'avons pas connaissance d'études portant sur les origines en classant les déterminants culturels (2.1) puis en effectuant un historique exhaustif des différents fonds éthiques ayant contribué à la définition et au développement de l'ISR (2.2).

2.1 L'émergence dans des environnements culturels fortement marqués par la religion

Weber, dès le début du 20e siècle, étudie et démontre l'impact fort des religions sur les constructions sociales et particulièrement sur les comportements individuels, les valeurs et attitudes. Il démontre la présence de ce lien dans la construction du capitalisme (Aaken et Buchner, 2020) et dans la formation des bases de notre société tant en termes de culture, de structure que d'économie.

Au-delà de l'impact de la religion sur l'ISR, Aaken et Buchner (2020) font le lien entre la religion et la RSE. Leur analyse a permis la création d'une matrice reliant de façon indéniable, religions et RSE au cours du 20e siècle. Ils montrent qu'il existe un lien fort entre l'appartenance à une religion et la communication extra-financière ou l'intégration de critères sociaux dans la performance des entreprises.

Dans la littérature, il ressort qu'il existe un lien similaire entre l'ISR et la religion. Très tôt, l'exclusion, qui est la forme d'ISR la plus pratiquée actuellement, a été pratiquée par de nombreuses congrégations qui refusaient de placer leur argent dans des entreprises considérées comme « *sinful* » (Louche et al., 2012). L'exclusion consiste à sélectionner les valeurs de son portefeuille en fonction du caractère éthique et non financier, refusant ainsi l'acquisition d'actifs ne correspondant pas à ses valeurs morales. De même, les premières formes d'activisme sont attribuables à des congrégations religieuses. De plus, il apparaît que les notions d'ISR et de RSE sont intimement liées et interagissent l'une avec l'autre (Moussafir, 2020), puisque l'ISR a pour finalité de favoriser la RSE (Crifo et Rebérioux, 2015). La convergence des pratiques plus responsables, tant au niveau des politiques de développement durable que de la RSE, est d'ailleurs mise en avant par Mottis et Philipponnat (2020).

Dans toutes les religions, la question de l'enrichissement personnel est problématique. Par exemple, dans les religions monothéistes, comme le judaïsme, l'islam, ou le christianisme, les sujets de l'argent et de son utilisation sont encadrés par de nombreux textes sacrés. L'argent y est parfois vu d'un mauvais œil et la pauvreté considérée comme une bénédiction (Arjaliès, 2014). La plupart de ces religions refusent d'investir dans plusieurs domaines, parmi lesquels les armes, la pornographie, le tabac, l'alcool ou encore les jeux d'argent (Jouaber-Snoussi et Jouini, 2011).

L'histoire fait état d'une réglementation stricte de la pratique du prêt et de l'emprunt d'argent dès l'Antiquité en Mésopotamie, Akkad et Sumer (Ege, 2014). Or, la notion de prêt et d'investissement s'inscrit au cœur de notre sujet puisque l'achat d'actions s'assimile à un prêt consenti à une entreprise, dont nous attendons un intérêt sous la forme de dividendes.

On retrouve ces considérations dans la philosophie d'Aristote : « *aussi a-t-on parfaitement raison d'exécrer le prêt à intérêt, parce qu'alors les gains acquis proviennent de la monnaie elle-même et non plus de ce pour quoi on l'institua. La monnaie n'a été faite qu'en vue de l'échange ; l'intérêt, au contraire, multiplie cet argent même* ». L'aversion pour l'intérêt se retrouverait donc bien autant dans la morale philosophique que religieuse.

Nous avons montré que les interdictions et précautions sur les investissements existaient dès l'Antiquité, dans la culture ou la religion. Il est donc aisé de comprendre que les premiers fonds d'investissement se soient inscrits dans la lignée de ces interdictions éthiques.

2.2 Les fonds éthiques

Loin de pratiquer l'engagement actionnarial tel que nous le connaissons actuellement, c'est la pratique d'exclusion qui fut la première à être introduite dans ces fonds. Cette pratique consiste en une gestion du portefeuille basée sur un filtrage négatif des investissements reposant sur une exclusion des *sin stocks*. Les *sin stocks* sont des actions appartenant aux secteurs d'activités considérés comme « viciés » ou non éthiques déjà établis précédemment.

L'apparition de plusieurs fonds d'investissement d'exclusion aux États-Unis entre les années 1920 et 1980 peut s'expliquer à la fois par un vide juridique créé par la loi

Securities Exchange Act de 1934 (Marens, 2003) mais également par une culture religieuse protestante très ancrée aux États-Unis (Luca, 2007). Nous retrouvons parmi ces fonds le fonds Pioneer de Boston, fondé en 1928 par Philip Carret. Ce fonds a été racheté par Amundi en 2016 et se dénomme Amundi Pioneer jusqu'en 2020. Lors de sa dernière transformation, en Amundi US, la directrice générale du fonds, Lisa Jones, a déclaré lors d'un discours publié sur leur site internet « *nous nous réjouissons de ce changement de marque. Les clients américains sont de plus en plus à la recherche de notre perspective et de nos expertises multiples d'acteur mondial et innovant en matière d'investissement responsable* ». Ce discours révèle ainsi la volonté affichée du fond de continuer à se transformer en fonds durable. En 2020, 22% de l'encours du fonds était en investissement responsable (Rapport Amundi sur la politique investissement responsable 2021).

Dans de nombreux pays européens, les premiers critères éthiques régissant les investissements et les premiers fonds ISR ont été lancés par des organisations religieuses ou des investisseurs ecclésiastiques. Au Royaume-Uni, en 1984, il s'agit du *Friends Provident*, une société d'assurances liée au mouvement Quaker. Aux Pays-Bas, nous assistons à la création, en 1990, de *Het Andere Beleggingsfonds* à l'initiative de mouvements religieux et écologistes. En Suède, en 1965, l'Église crée l'*Ansvar Aktiefond Sverige*, etc. (Louche et Lydenberg, 2006).

Nous notons une augmentation des Fonds d'Investissement Religieux (FRI) très importante entre 1997 et 2004. En 1997, selon Novethic, sept FRI étaient dénombrés contre 118 en 2004. Ces fonds et leur situation de précurseur ont fortement contribué au succès de la forme d'activisme, encore privilégiée en France à ce jour, l'exclusion. Néanmoins, progressivement, il ne s'agit plus systématiquement et uniquement d'exclure les entreprises ayant une activité répréhensible en matière de religion, mais d'élargir à la fois les secteurs et les modes d'action. Les secteurs de la défense, du nucléaire, de la pétrochimie vont ainsi être ciblés soit par de l'exclusion soit par de l'activisme interne pour des motifs de maintien de la paix ou d'écologie. Progressivement, la défense des questions sociales et sociétales vient dicter l'activisme social (2006).

À l'échelle mondiale, en 2019, le Pape François a déclaré l'atteinte à l'environnement comme péché. Pour les fonds chrétiens, cette déclaration a rendu l'investissement dans le secteur pétrolier comme un sujet relevant, non plus de la moralité, mais de la religion. En réaction à cette annonce pontificale, 350 institutions religieuses ont engagé une vague de désinvestissement dans les énergies fossiles à

travers le monde. Selon Novethic, l'un des plus gros fonds d'actifs sous gestion, la *Compagnie de Jésus* en Grande-Bretagne a ainsi retiré l'intégralité des entreprises issues de ce secteur d'activité de son portefeuille au cours de l'année 2020. Il s'agit d'un fonds jésuite pesant pour 450 millions d'euros et mimant le comportement d'autres fonds jésuites, Canadiens, Italiens ou Australiens s'étant déjà désengagés. Cette mobilisation récente de l'Église montre la corrélation existante entre les fonds éthiques et l'ISR.

En 1971, *The Interfaith Center on Corporate Responsibility* (ICCR), conseil interreligieux pour la responsabilité des entreprises, est créé. Il s'agit d'une fondation qui regroupe une diversité d'organisations et de membres de différentes congrégations, souhaitant devenir actionnaires de certaines sociétés afin d'y insuffler des changements sociaux et environnementaux (Goranova et Ryan, 2014 ; Logsdon et VanBuren III, 2008). Cette fondation, qui a célébré ses 50 ans d'existence en 2021, pratique l'engagement actionnarial puisqu'il utilise le pouvoir des actionnaires pour amorcer des dialogues avec les entreprises sur des problématiques ESG (Belinga, 2018). Elle annonce ainsi conduire plus de 300 dialogues par an auprès d'environ 200 entreprises et tout autant de dépôts de résolutions [7].

D'autres fonds éthiques se sont créés sur la même période que l'ICCR sans avoir de motivations religieuses. C'est le cas du *Pax Fund*, créé en 1971. Il a été le premier fonds d'ISR ouvert à l'épargne publique, dont la stratégie consistait à éliminer de son portefeuille les sociétés qui participaient aux dépenses de la guerre du Vietnam (Khamlichi, 2013). Par la suite, des Organisations Non Gouvernementales (ONG) et des sociétés de gestion orientées investissements responsables viennent également renforcer cette pression et élargir le paysage des ISR. C'est le cas notamment de l'ONG Greenpeace, qui a investi dans des entreprises productrices de pétrole dans le but, par le biais de résolutions, d'orienter la direction générale vers des pratiques plus environnementalement responsables. En 2016, Greenpeace via le jeu de résolution et de coalition a réussi à obtenir respectivement 15% et 11% des voix lors des AG de BP et Shell, au Royaume-Uni, concernant une proposition sur les sables bitumineux.

Progressivement, nous constatons une évolution du filtrage négatif, stratégie déployée par la première génération de fonds éthiques (Burlacu et al., 2004), vers un filtrage positif. Cette stratégie qualifiée de *best-in-class* consiste à établir un portefeuille en choisissant des sociétés qui respectent des critères sociaux et environnementaux ayant une performance sociale élevée (Khamlichi, 2013).

7. Site internet de l'ICCR : www.iccr.org . Consultation réactualisée en date du 24/10/2022.

Le filtrage négatif consiste, au contraire, en l'exclusion du portefeuille d'entreprises, voire de secteurs, appartenant aux *sin* industries ou ayant un score ESG faible. Cette méthode est efficace pour soigner l'image et le score d'un portefeuille, mais elle conduit à deux inconvénients majeurs. Le premier est la sur-représentation des entreprises européennes et asiatiques, le second est une perte de rendement lié à certains secteurs d'activités, rentables, mais exclus (Alessandrini et Jondeau, 2020). L'approche *best-in-class*, consistant à sélectionner les entreprises sur leurs notations extra-financières, est largement utilisée par les gérants français des fonds ISR (Novethic). Elle permet une diversification plus grande du portefeuille et l'intégration d'entreprises engagées dans une démarche d'amélioration, mais appartenant à un secteur d'activité considéré comme *sin ful* (Alessandrini & Jondeau, 2020). Si l'approche *best-in-class* tend à se démocratiser, c'est parce qu'elle peut permettre de « *contribuer à réduire de l'intérieur leur impact négatif* » (Mottis et Philipponnat, 2020).

Les stratégies d'ISR de sélection se développent au sein d'un environnement fortement marqué par la morale ou la religion. Toutefois, au sein des stratégies d'ISR une seule se démarque comme étant post investissement ; il s'agit de l'engagement (ou l'activisme) actionnarial. C'est cette particularité qui nous intéresse et sur laquelle nous avons souhaité nous focaliser.

Section 2 L'engagement actionnarial ; seule stratégie d'investissement socialement responsable post-investissement

L'activisme actionnarial et l'engagement actionnarial font souvent l'objet de confusion dans la littérature. Nous allons redéfinir dans un premier temps les deux termes (1), avant de nous focaliser sur le développement historique mondiale au 20e siècle (2), puis nous terminerons par une focalisation sur la France (3).

1 Activisme ou engagement actionnarial : une confusion dans la littérature

L'activisme actionnarial se place en deuxième position dans les stratégies d'ISR, derrière celle de l'exclusion et enregistre une hausse de 14% entre 2010 et 2018 (Eurosif, 2018). Il est important de constater que, dans toutes les classifications d'ISR, engagement et activisme actionnarial se trouvent confondus. Il nous semble toutefois important de distinguer les termes.

Plusieurs auteurs ont proposé une définition de l'activisme actionnarial. Nous en retenons deux que nous complétons. Tout d'abord, Girard (2004) définit l'activisme actionnarial comme « *un mécanisme alternatif de contrôle qui contraint la coalition de contrôle à améliorer les mécanismes de gouvernement des entreprises* ». Nous préférons celle, plus complète, de Ben Arfa et Labaronne (2016) selon laquelle « *l'activisme actionnarial est un processus de contestation long et complexe, formé par des activités d'influence plus ou moins hostiles, initiées par un, voire plusieurs actionnaires minoritaires dans le but de créer de la valeur ajoutée pour les actionnaires* ». Néanmoins, ces définitions, très précises sur les mécanismes généralement utilisés par les actionnaires, ne s'appliquent qu'à l'activisme actionnarial. Elles ne font état d'aucun aspect social.

Seule Loubières (2014) incorpore la notion d'ISR en précisant que « *l'activisme actionnarial est une composante de l'investissement responsable. Il incarne un contact direct avec l'entreprise, dans le prolongement des techniques de sélection des titres en portefeuille* ». L'actionnaire socialement responsable devient alors un actionnaire dont les choix d'investissement dépassent la simple idée de rentabilité pour se tourner vers une démarche dite « sociétale ». Ses critères de sélection ne sont plus uniquement financiers et basés sur la rentabilité, mais sont extra-financiers et reposent sur la démarche engagée par l'entreprise en matière de critère ESG. La compréhension de cette démarche n'est pas intuitive. Elle nécessite une importante documentation. Les investisseurs institutionnels, du fait de leur professionnalisation, ont la capacité, à la fois en termes de temps et de moyen, mais aussi de compréhension, d'appréhender ces critères extra-financiers. Ils peuvent ainsi orienter les choix d'investissement vers des entreprises respectant ces critères. Par ailleurs, comme les volontés morales, éthiques, politiques de chacun étant rarement universelles, les critères extra-financiers sont un sujet de débat et à controverse.

La différence entre l'activisme actionnarial « classique » à visée plutôt financière et l'engagement actionnarial, est définie par Loubières (2014). Selon elle, « *il s'agit d'une démarche par laquelle les actionnaires cherchent à influencer les pratiques d'une entreprise par le biais de déclarations publiques, d'un dialogue régulier avec les instances de direction, du dépôt de résolutions à l'ordre du jour des assemblées générales et par l'exercice actif de leur droit de vote* ». Novethic précise que « *c'est le fait pour un actionnaire d'intervenir dans les AG pour interpeller les dirigeants sur les pratiques peu transparentes ou éthiquement contestables des entreprises qu'ils financent. Ainsi, les actionnaires peuvent pousser les entreprises à améliorer leurs pratiques dans le domaine Environnemental, Social et de Gouvernance (ESG), cette approche est liée à l'ISR* ». Les critères ESG sont en effet les supports de l'analyse extra-financière et sont indispensables dès lors que l'on cherchera à mesurer la mise en pratique de la responsabilité des entreprises envers leurs parties prenantes (Novethic).

2 L'essor de l'engagement actionnarial durant le 20e siècle dans le monde

Dans cette partie nous retraçons l'expansion et la transformation de l'activisme actionnarial en engagement actionnarial de façon chronologique, sans revenir sur les fonds éthiques vus précédemment. Nous avons choisi de nous concentrer sur le 20e siècle période ayant connu le plus de bouleversements de la pratique (Marens, 2003 ; Serret et Loher-Delalune, 2021). De plus, l'émergence de l'engagement actionnarial présuppose un actionnariat diversifié. Or, ce n'est qu'à partir des années 30, avec l'ouverture du capital des entreprises (Berle et Means, 1932), que les actionnaires comment à détenir une part suffisante pour exercer leur pouvoir via de l'engagement actionnarial.

2.1 La période 1920-1940 : l'entre-deux-guerres marqué par le krach de 29.

Marens (2003) a soutenu l'idée que la crise financière de 1929 a joué un rôle dans l'émergence de l'activisme actionnarial. Ainsi, le krach boursier a permis que les lois, américaines, concernant la propriété des actions, définissent correctement les droits fondamentaux des actionnaires. C'est le Congrès américain lui-même qui a pris les

mesures nécessaires en votant la loi *Securities and Exchange* en 1934. Il s'ensuit la création de la *Securities and Exchange Commission* (SEC), mettant en place le contenu de la législation portant sur l'actionnariat aux États-Unis.

Selon Logsdon et VanBuren III (2008) et Le Maux et Le Saout (2004), les premières actions caractérisées comme activistes datent des années 40 aux États-Unis. L'objectif de ces actions est alors d'améliorer la transparence via le dépôt de résolutions internes. Parmi les acteurs de l'engagement actionnarial dont les actions ont conduit à des transformations majeures, Lewis Gilbert fait figure d'honneur (Gillan et Starks, 1998 ; Marens, 2003). Par son action et sa plainte devant la SEC, il a conduit à améliorer les processus de communication internes des documents dans les sociétés. En effet, en 1939, il souhaite déposer deux propositions lors de l'AG de la société Bethlehem Steel, dont il est actionnaire. Cependant, il constate lors de celle-ci que ses propositions n'ont pas été communiquées. Dès lors, le droit des actionnaires à communiquer entre eux à travers les documents de la société est établi et reconnu. Cette décision ne sera toutefois transformée en règlement que trois ans plus tard.

D'autres actionnaires comme Wilma Soos et James Peck peuvent être considérés comme les premiers actionnaires actifs défendant une cause plus sociale (Marens,2003). CalPERS, créé aux États-Unis en 1932, est l'un des fonds le plus actif et médiatique sur les questions sociales. Toujours actif, il est devenu l'un des fonds de référence en ce qui concerne l'investissement éthique. Il a conduit de nombreuses campagnes fortes avec succès parmi lesquelles nous pouvons citer celle contre GlaxoSmithKline visant à baisser le prix du traitement antisida en Afrique en 2003. La stratégie et le résultat de leurs campagnes ont fait l'objet de nombreux travaux (Barber, 2007 ; Crutchley et al., 1998 ; Smythe et al., 2015).

2.2 La période 1960 – 1970 : les mouvements sociaux dans un monde en quête de justice et d'équité.

Le Maux (2003) suggère que l'ampleur du phénomène a réellement commencé dans les années 1960 et surtout au début des années 1970. En effet, ces années ont été caractérisées par des changements sociaux économiques importants aux États-Unis, générant une influence directe sur la conception d'une entreprise dans la société en général. L'aspect social dans les propositions de résolutions est devenu habituel et a été discuté généralement lors des AG.

À titre d'exemple, nous pouvons citer Kodak qui a été, en 1966, la cible d'actionnaires et particulièrement de l'organisation *Fight*. Il lui a été fait grief, aux États-Unis, de propos et d'une politique d'emploi jugée raciste (Damak et Pesqueux, 2003 ; Girard, 2007). La société General Motors a été ciblée, dans le cadre de sa participation à la pollution et à l'Apartheid, par une campagne antiracisme afin qu'elle quitte ses implantations en Afrique du Sud, partie du globe dans laquelle l'Apartheid sévissait (Logsdon et VanBuren III, 2008). L'entreprise a pris, à la suite de ces mouvements, des résolutions concernant l'égalité de traitement des salariés en Afrique du Sud dès 1971. Cette campagne fut lancée et soutenue par une Église épiscopale. En effet, une coalition d'investisseurs religieux, l'ICCR, fut créée au moment de l'Apartheid, plus précisément en 1971, dans le but d'influencer les résolutions lors des AG de sociétés travaillant avec l'Afrique du Sud. L'activisme actionnarial s'est alors développé petit à petit dans les sociétés américaines et anglo-saxonnes.

Plusieurs coalitions importantes d'investisseurs et d'ONG se sont développées dans les décennies qui ont suivi.

2.3 La période 1980 – 2000 : la médiatisation et les premières coalitions

En 1986, l'USA (*United Shareholders Association*) prend le parti d'utiliser les médias dans leur combat visant à réduire l'asymétrie d'informations en améliorant la qualité des informations fournies par les sociétés (Girard, 2001). Ces deux associations d'actionnaires ne sont que des exemples parmi une multitude qui se développent dans les années 80/90 : NCII (*National Council of Individual Investors*[8]), NAIC (*National Association of Investors Corporation*[9]), etc.

Durant cette même période, les fonds de pension deviennent plus actifs et n'hésitent pas à publier dans la presse leurs revendications. C'est également durant cette période que la *Coalition for Environmentally Responsible Economies*[10] (CERES), obligeant les entreprises à respecter certains principes environnementaux, a été créée. Avec plus de 575 investisseurs et 54 trillions d'actifs sous gestion, elle est la plus importante (en taille et actifs) des 5 associations fondatrices de la coalition *climate action 100+*.

8. Conseil National des Investisseurs Individuels
9. Association nationale des sociétés d'investisseurs
10. Coalition pour des économies respectueuses de l'environnement

L'ampleur du phénomène aux États-Unis s'est accentuée fortement avec les changements législatifs intervenus dans le pays concernant les offres publiques d'achat. En 1997, en Grande-Bretagne, plusieurs actionnaires posent la question de la nature politique des relations qu'entretient Shell avec le gouvernement nigérian de l'époque. Il y est notamment question des droits de l'homme et de celle du respect de l'environnement. C'est cette affaire qui est considérée comme le point de départ de la question de la *stakeholder governance* (gouvernance des parties prenantes)(Damak et Pesqueux, 2003).

2.4 La période 2000 à ce jour : une prise de conscience collective

La crise financière de 2008 a également relancé le débat de l'éthique dans la finance. Elle a notamment conduit à la mise au jour de nombreux scandales financiers et guidé la loi *Sarbanes Oxley* (Loi SOX).

Depuis les années 2000, nous assistons à une prise de conscience de la part des acteurs de leur incapacité à agir de façon significative en restant seul. C'est pourquoi de plus en plus de regroupements voient le jour à travers le monde. Que ce soit par zone géographique ou par thématique, ces coalitions d'actionnaires font figure de *game changer* grâce au poids de leurs paroles. Nombre de ces coalitions se sont formées afin d'agir sur les questions climatiques et répondre à l'urgence exprimée lors des accords de Paris en 2015. C'est le cas notamment du Mouvement Catholique Mondial pour le Climat (GCCM) [11] qui regroupe plus de 300 institutions catholiques mondiales. Depuis 2015, ces dernières ont désinvesti 5 500 milliards de dollars d'actifs, autrefois investis dans les énergies fossiles.

Fondée en 2016, la coalition *climate action 100+* regroupe plus de 108 trillions d'actifs orientés vers et pour des investissements respectueux de l'environnement et respectant les PRI. Ces principes, au nombre de six, édictés par les Nations Unies, visent à encourager l'intégration des critères ESG dans les décisions d'investissement. C'est actuellement la plus importante initiative mondiale ayant cet objectif. La coalition a pour ambition de faire respecter les différents accords et objectifs mondiaux sur le climat (accord de Paris notamment).

11. Traduction de *Global Catholique Climate Movement*

Ses membres fondateurs sont :

— La *CERES*, déjà développée auparavant ;
— L'*Asia Investor Group on Climate Change*[12] (AIGCC), une organisation d'investisseurs, relancés en 2016, regroupant des membres en provenance de 13 pays asiatiques avec un montant d'actifs sous gestion de 15 trillions de dollars ;
— L'*Investor Group on Climate Change*[13] (IGCC), avec un total de fonds sous gestion d'environ 2 trillions de dollars. Ce groupe de collaboration océanique créée en 2012 a notamment contribué à la relance de l'AIGCC ;
— L'*Institutional Investors Group on Climate Change*[14](IIGCC), regroupant des acteurs de l'investissement provenant de 22 pays européens. Ce regroupement d'environ 300 acteurs (majoritairement des fonds de pension) regroupe un total de 37 trillions de dollars d'actif sous gestion.

L'ISR et l'engagement actionnarial sont des pratiques qui tendent à s'ancrer dans le paysage européen et international. Tous les grands fonds d'investissement actuels sont signataires des PRI et se soumettent à un chiffrage et une publication annuelle de leurs politiques de votes. Nous nous interrogeons dès lors sur leurs développements tardifs en France et leurs causes.

Section 3 L'engagement actionnarial dans une perspective française

Il nous semble intéressant de développer le contexte français pour deux raisons. Tout d'abord il est sous étudié dans la littérature et ensuite il possède des singularités notables comme l'environnement législatif, mais aussi l'impact du poids de l'actionnariat familial.

12. Groupe d'investisseurs asiatiques sur le changement climatique
13. Groupe d'investisseurs sur le changement climatique
14. Groupe d'investisseurs institutionnels sur le changement climatique

1 Une forme de mimétisme dans l'émergence

C'est dans les années 70-80 que des congrégations religieuses ont commencé à exercer cette forme d'investissement responsable. Nous observons une reproduction du schéma étudié dans le reste du monde. L'un des points de divergence notable est toutefois que la France s'inscrit dans un modèle religieux catholique et non-protestant ou méthodiste comme ont pu l'être les premiers fonds au Royaume-Uni ou aux États-Unis. Le premier fonds d'investissement religieux en France a été créé par sœur Nicole Reille en 1983. Il s'agit du fonds Nouvelle Stratégie 50. Selon la définition donnée par Novethic ce fonds est « *composé de titres d'émetteurs choisis selon leurs engagements et leurs pratiques en matière de développement durable, lesquels sont déclinés selon des critères ESG (Environnementaux, Sociaux et de bonne Gouvernance). La sélection des entreprises est associée à l'exclusion de toute activité liée au tabac, à l'alcool, à la pornographie, à l'armement et aux jeux d'argent* ». Il correspond ainsi aux premiers fonds activistes cherchant à exclure de leur investissement les activités considérées comme des « péchés » par la religion. Sœur Nicole Reille était responsable des finances de l'ordre de Notre-Dame de Paris, une communauté religieuse (Louche et al., 2012).

Depuis 2017, chaque année, l'observatoire des fonds d'éthique chrétienne publie une sélection de fonds. Cette sélection a pour vocation de servir de documents de références aux évêques, économes diocésains et toute autre partie souhaitant investir en accord avec la doctrine sociale de l'Église. Cet observatoire a recensé 14 fonds pour la France en 2020.

En France, l'activisme actionnarial se développe notamment à travers la personne et les combats de Colette Neuville, pionnière de l'activisme actionnarial en France. Son engagement, fort depuis 30 ans, fait d'elle « *un témoin privilégié des interactions entre les actionnaires et les directions d'entreprises* » (Segrestin et Belinga, 2018). En 1990, victime de l'agent de change Tuffier, reconnu coupable d'abus de biens sociaux en 1994, elle perd une partie de ses économies. C'est alors que commence son engagement en faveur des petits porteurs. Elle mettra en avant les problématiques liées au contrat de société en proposant un contrat d'investissement afin d'établir les fondements du contrôle des sociétés (Segrestin et Belinga, 2018). Avec elle, commence une série de batailles judiciaires (92 entre 1992 et 2019) qui feront souvent évoluer le droit, malgré des échecs devant les tribunaux. C'est ainsi qu'après une bataille perdue en 1992 contre François Pinault et son Offre Publique

d'Achat (OPA) sur le Printemps, le Premier ministre de l'époque, Pierre Bérégovoy, supprime les OPA partielles du droit boursier. Elle fonde l'Association pour la Défense des Actionnaires Minoritaires (ADAM) en 1991. Cette association compte en juillet 2021 plus de 5000 membres et s'associe fréquemment avec des fonds de gestions activistes, tels que Elliott Management et Amber Capital. En 2021, elle s'associe avec le fonds activiste français CIAM pour s'opposer au CA de SUEZ.

2 L'environnement français de l'engagement actionnarial

La France voit l'apparition et le développement de l'engagement actionnarial arrivé de façon « tardive ». Toutefois cette notion de « retard » est à recontextualiser. En effet, même si un parallèle et une comparaison peuvent être faits dans les déterminants entre les pays, il est plus difficile de comparer la chronologie historique. Les pays anglo-saxons ayant ouvert leur capital très tôt, il semble cohérent de voir apparaître les premières tensions et dialogues entre actionnaires et dirigeant en priorité dans ces contextes. Trois éléments peuvent être avancés pour expliquer l'émergence tardif de l'engagement actionnarial en France

Premièrement, en Europe, les entreprises ouvrent plus difficilement et tardivement leur capital, pour preuve la part, forte, de l'actionnariat familial en France. En effet, plus de 60% des entreprises françaises fonctionnent avec des actionnariats familiaux, contre 24% au Royaume-Uni par exemple (Faccio et Lang, 2002).

Jusqu'au gouvernement de Balladur (1993-1995) les actionnaires étaient fréquemment de grandes familles (Gomez, 2003), souvent liés par des pactes d'actionnaires. La vague de privatisation lancée par Édouard Balladur a mis fin à ce système et permis une redistribution des pouvoirs avec l'émergence des investisseurs institutionnels. Cette période de privatisation conduit également à mettre en place les prémices du paysage de l'actionnariat tel qu'on le connaît encore de nos jours et décrit par Patrick de Jacquelot dès 1995 ainsi : « *Qu'il [...] du jeu naturel des participations croisées dans un système capitaliste français étriqué, l'épisode des privatisations se sera en tout cas soldé par la mise en place de liens financiers enchevêtrés donnant un poids prépondérant à quelques grands groupes souvent dirigés par des proches du chef du gouvernement actuel* » [15].

15. www.lesechos.fr/1995/02/edouard-balladur-un-reseau-de-trente-ans-1043014

Si l'actionnariat familial a une importance dans les déterminants à l'émergence et au développement de l'engagement actionnarial, c'est parce qu'il induit une modification forte des conflits d'agence (Ginglinger, 2018). En effet ce mode de gouvernance se traduit le plus souvent par une organisation plus souple, une communication plus ouverte et régulière et une meilleure coordination et alignement des intérêts de la famille, des actionnaires et des dirigeants. Pour autant, le dialogue entre actionnaires et bloc familial doit être central afin de rassurer les actionnaires qui pourraient s'inquiéter d'une mauvaise utilisation du pouvoir au profit de la famille au pouvoir (Ginglinger, 2018). Les entreprises détenues par un actionnariat familial ont également une vision long terme plus ancrée et auront plus tendance à limiter les risques, les dettes et les conflits (Ginglinger, 2018).

Deuxièmement, il y a une présence plus faible de la religion en France par rapport à d'autres contextes, depuis la séparation de l'Église et de l'État en 1905 et l'instauration d'un état laïc. De plus, si l'on compare la présence de la religion, si 70% des Français déclarent une religion (contre 82% aux États-Unis par exemple) seul 1 français sur 10 pratiquent (contrairement à presque 5 sur 10 aux États-Unis). De même, si seulement 16% des Américains se considèrent sans religion, ils sont deux fois plus nombreux en France [16] .

Troisièmement, il y a l'importance du cadre réglementaire français. En effet, la législation française, repose sur un droit dit « civiliste » (*civil law*) différent des systèmes de droit « commun » (*common law*). Le droit civil, qui prend ses racines dans la loi romaine, directement liée à l'idée de justice et de morale (R. David et Brierley, 1985), offre un cadre de protection légale pour les investisseurs bien plus faible que dans les pays de droit commun (La Porta et al., 1998). À cet égard, il est considéré comme à la fois un frein et un facteur de l'essor de l'activisme social.

3 Le droit des actionnaires en France

Plusieurs études ont démontré l'impact du droit civiliste français sur le retard constaté dans le développement de l'activisme actionnarial (La Porta et al., 1998 ; Girard, 2007). L'actionnaire est une personne, physique ou morale, détenant une action d'une entreprise. Cette action représente une fraction du capital de l'entreprise et donne donc, au titre du droit de propriété, la jouissance de l'*usus*, du *fructus* et

16. Journal La Croix, 2009 : www.la-croix.com/Religion/Actualite/La-France-reste-catholique-mais-moins-pratiquante-_NG_-2009-12-29-570979

de l'*abusus* (Article 544 et 578 du Code civil). En l'espèce, l'*usus* est représenté par les prérogatives de gouvernement attachées à l'action. Il s'agit du droit de participer aux AG et d'y voter. Le *fructus* est le droit de recevoir un dividende. L'*abusus* est caractérisé par la libre disposition de l'action. Il s'agit de la vente plus précisément. L'acquisition d'une action se fait à trois grands moments de la vie de l'entreprise : à sa création, à l'augmentation de son capital ou lorsqu'un actionnaire est prêt à se défaire d'une ou de toute partie de ses actions.

Si le premier rôle de l'actionnaire est d'être un apporteur de capitaux, puisque c'est par ce passage obligatoire qu'il devient actionnaire, ce n'est cependant pas le seul. En effet, les actionnaires ont trop souvent été limités à leur rôle d'apporteur de fonds, il est souvent oublié que l'actionnaire est apporteur de fonctions cognitives, de vision et de compétences (Charreaux, 2002a). De même, plus l'actionnariat est dispersé, et particulièrement lorsque le dirigeant arrête d'être le principal détenteur du capital, plus le rôle de l'actionnaire va être de contrôler celui-ci (Ginglinger, 2002).

Contrairement au contexte anglo-saxon, le droit des actionnaires minoritaires en France ne facilite pas l'activisme actionnarial. Cette partie fut détaillée par Serret et Loher-Delalune (2021) et nous n'en exposerons donc ici qu'un résumé. L'une des principales difficultés pour les actionnaires minoritaires français sera le dépôt de résolution. En effet, pour le faire, il est nécessaire de détenir 5% du capital social d'une société cotée. Pour comparaison aux États-Unis, il suffit de détenir un montant de 2 000 dollars depuis au moins un an pour déposer une résolution externe. Pour autant, les actionnaires peuvent s'exprimer par leur droit de vote dans le cadre de résolution interne lors de l'AG. Ils se prononcent par exemple sur les rémunérations des dirigeants dans le cadre du *say-on-pay* mais également sur la nomination des membres du *board*. Au cours de l'année 2016, les actionnaires de Renault-Nissan ont majoritairement refusé de valider la rémunération de leur dirigeant Carlos Ghosn à 54,12%, exprimant ainsi leur mécontentement face au dirigeant. Cette difficulté entraîne la montée en puissance des coalitions d'actionnaires, parfois seule possibilité de réunir les 5% requis.

Depuis l'Accord de Paris (2015) la législation française tend à devenir plus incitative en matière d'environnement. C'est ainsi que l'article 173-VI de la LTECV de 2015 impose aux investisseurs institutionnels l'obligation de publier des rapports intégrant leurs risques climatiques, l'empreinte carbone de leurs portefeuilles, leurs investissements verts et l'inclusion des critères ESG dans leurs décisions. Cette loi permet de réduire les asymétries d'informations et est en faveur des actionnaires.

Conclusion

Après avoir proposé une définition claire et distincte de l'engagement actionnarial nous avons pu lier cette notion avec l'investissement socialement responsable et la responsabilité sociale des entreprises, liant ainsi trois sujets dominants de la recherche en science de gestion. En nous concentrant sur l'engagement actionnarial, nous avons pu l'inscrire dans les stratégies d'investissement socialement responsable, pratiquées depuis des décennies par des acteurs divers à travers le monde.

Nous avons démontré que les préoccupations morales et religieuses furent le point de départ d'une stratégie basée sur l'exclusion (filtrage négatif) et des premiers fonds éthiques aussi bien aux États-Unis qu'en France. Nous avons aussi pu mettre en avant le fait suivant : si le développement fut plus précoce dans des pays ayant gardé une culture religieuse importante, l'engagement actionnarial s'est émancipé de ces questions religieuses et culturelles pour s'étendre à l'échelle mondiale et particulièrement en France.

Plusieurs déterminants sont venus impacter directement le développement de l'engagement actionnarial en France. Nous pouvons ainsi citer la place historique de l'actionnariat familial et la législation française. Si la détention des sociétés par de grandes familles est l'une des explications permettant de comprendre le développement tardif en France, la législation, à l'inverse, joue un rôle incitatif. Dès 2015, le droit français a su suivre les préoccupations sociales afin de promulguer des lois pionnières en termes d'incitation avec la loi de transition énergétique et l'obligation de communication extra-financière.

Nous présentons les principales dates ayant participé à l'évolution et au développement de l'engagement actionnarial dans le monde et en France dans la chronologie suivante.

	1920 - 1940	1940 - 1960	1960 - 1980	1980 - 2000	2000 - ce jour
Principaux fonds éthiques	1928 : Création du Fonds Pionner (États-Unis)		1965 : Ansvar Aktiefond Sveringe (Suède) 1971 : ICCR (États-Unis) 1971 : Pax Funds (États-Unis)	1984 : Friends Provident (UK) 1990 : Het Andere Beleggingsfonds (Pays-Bas)	
Dans le monde	1932 : Creation de CalPers (États-Unis) 1939 : Lewis Gilbert (États-Unis)	1948 : 1ère actions de Wilma Soss et James	1966 : Fight vs Kodak (politique d'emploi jugée raciste) 1971 : ICCR vs General Motors (Apartheid)	1986 : USA utilise les médias pour lutter contre les asymétries d'informations 1989 : CERES vs Exxon 1997 : Greenpeace vs Shell (Droits de l'homme et de l'environnement)	2003 : CalPers vs GlaxoSmithKline 2006 : Lancement des PRI par les Nations-Unies 2006 : Création de la coalition Climate Action 100+
En France				1983 : Fonds nouvelle stratégie 1990 : 1ère action de Colette Neuville 1991 : Création de l'ADAM	2001 : Création de Novethic, 1er média de la finance durable 2006 : Action de l'ADAM contre l'OPE GDF/SUEZ 2019 : Recommandation de l'AMF en faveur du dialogue actionnarial

Table 4.2 – Chronologie des fonds éthiques et de l'engagement actionnarial

Chapitre 5

Quelles sont les incitations à l'engagement actionnarial. Une étude exploratoire des acteurs de l'écosystème français. [Article 2]

Vanessa SERRET (CEREFIGE) et Carol-Anne LOHER-DELALUNE (LEGO)

Résumé

L'engagement actionnarial est l'une des stratégies d'ISR en progression. Cet engagement consiste à leur demander d'améliorer leurs pratiques environnementales, sociales et de gouvernance. En s'appuyant sur des données recueillies lors d'entretiens semi-directifs auprès des acteurs concernés, cet article met en lumière les motivations et freins à l'engagement actionnarial. Nos résultats mettent en lumière la complexité d'un écosystème entourant les sociétés cotées en France. Le rôle des fonds universels est l'une des forces motrices du phénomène d'engagement tandis que le frein principal est le coût de l'engagement pour les actionnaires minoritaires.

Mots clés : Investissement Socialement Responsable - engagement actionnarial - résolutions internes et externes - critères ESG - coalitions.

Abstract

Shareholder engagement is one of the growing socially responsible investment. This engagement leads to active conversation with the firm in aim to improve environmental, social and governance practices. Based on data collected during semi-structured interviews with concerned actors, this articles highlights motivations and obstacles to shareholder engagement. Our results put to light the ecosystem's complexity of the French companies. The role of universal funds is one of the driving forces behind the engagement phenomenon, while the main obstacle is the cost of the engagement for minority shareholders

Key words : Socially Responsible Investment (SRI) – shareholder engagement – environmental social and governance (ESG) criteria

Introduction

L'Investissement Socialement Responsable (ISR) constitue un ensemble d'approches qui incorporent des contraintes ou des objectifs sociaux ou éthiques en plus des critères financiers conventionnels dans les décisions d'acquisition, de détention et de vente de titres financiers (Cowton, 1999). Cette incorporation concerne un ensemble de critères ESG selon la dénomination actuellement privilégiée. En conséquence, l'ISR consiste à privilégier les investissements dans les entreprises dont le comportement est jugé socialement responsable (Pérez, 2002).

Les actionnaires institutionnels sont aujourd'hui le moteur de la croissance de l'ISR au niveau mondial en raison de leur adoption volontaire et progressive aux principes pour l'investissement responsable des Nations unies [1] (Peillex et Comyns, 2020). Au début de l'année 2020, l'ISR mondial atteignait 35 300 milliards USD sur cinq grands marchés (Canada, Europe, Australie, États-Unis, Japon). Les États-Unis et l'Europe représentaient plus de 80 % des actifs mondiaux d'investissement durable (*Global Sustainable Investment Review*, 2020).

La recherche porte un intérêt croissant au champ de l'investissement responsable, mais encore insuffisant (Hoepner et al., 2015) au regard des enjeux pour la société et comparativement aux travaux portant sur l'investissement purement financier. Si l'ISR a une histoire ancienne aux États-Unis, en France il se développe à partir des années 90 (Déjean, 2005) expliquant une émergence tardive des travaux académiques. Le développement du marché français de l'ISR est attribuable à trois facteurs prépondérants parmi lesquels, l'action des investisseurs institutionnels nationaux et étrangers, l'importance d'organisations intermédiaires fournissant des notations extra-financières (agences de notation telles que Vigeo par exemple) et le rôle particulièrement incitatif du régulateur français (Crifo et al., 2019).

En 2002, dans un numéro de la Revue Française de Gestion (RFG), centré sur les représentations de l'actionnaire, Pérez (2002) tente de cerner la position de « l'actionnaire socialement responsable ». En 2013, la RFG (n°236) consacrait un numéro spécial à l'ISR. En 2021, un nouveau numéro de la RFG coordonné par Patricia Crifo, Nicolas Mottis et Bouchra Mzali s'interroge sur le succès et/ou la dilution des stratégies ISR. En dépit de ces numéros dédiés, l'engagement actionnarial, l'une des sept stratégies définies par l'Alliance mondiale

1. Lancés par les Nations Unies en 2006, ces principes sont un des moyens de généraliser la prise en compte des aspects extra-financiers. https ://www.unpri.org/

du développement durable (GSIA[2]), a été peu étudié relativement aux autres approches d'ISR. Cette stratégie est celle des investisseurs qui s'engagent activement auprès des sociétés de leurs portefeuilles d'actifs financiers. Cet engagement consiste à demander aux équipes de dirigeants opérationnels d'améliorer les pratiques ESG dans leurs organisations. Il s'agit de « *l'utilisation du pouvoir des actionnaires pour influencer le comportement de l'entreprise, y compris par l'engagement direct avec l'entreprise (c'est-à-dire en communiquant avec les directions et/ou les conseils d'administration des entreprises), en déposant des propositions d'actionnaires (résolutions externes), et en votant par procuration selon des directives ESG* » (source GSIA). À titre d'exemple, aux États-Unis, les actionnaires d'ExxonMobil ont réussi à faire adopter une résolution concernant la transparence environnementale. Cette proposition d'actionnaire adoptée le 30 mai 2017 a imposé aux dirigeants opérationnels d'Exxon une communication accrue de leur politique stratégique en matière de divulgation d'informations environnementales.

En Europe, la pratique de l'engagement affiche une progression de plus de 14 % sur les huit dernières années (*European SRI 2018 study*). De plus en plus nombreux, les actionnaires engagés s'emploient à remodeler les politiques des entreprises en tenant compte des critères ESG. L'objectif de cet article est de comprendre les incitations et les freins à la pratique de l'engagement actionnarial dans l'écosystème des sociétés cotées sur le marché français. La particularité de ce contexte est marquée par un actionnariat concentré et une réglementation peu favorable à l'activisme actionnarial contrairement aux pays de droit commun (États-Unis, Royaume-Uni, Australie, etc).

En Europe, cette pratique concernerait près de 5 000 milliards d'euros (*European SRI 2018 study*) dont plus de la moitié est attribuable au Royaume-Uni. Pourtant, les actionnaires des sociétés cotées sur Euronext Paris interpellent de plus en plus fréquemment les sociétés de capitaux dans lesquels ils ont investi. Il est donc important de comprendre la dynamique du phénomène d'engagement qui embrasse des enjeux sociétaux et financiers. Cette compréhension contribuera à améliorer l'efficacité des actionnaires « engagés ». Elle permettra également aux dirigeants des sociétés d'anticiper les « nouvelles » exigences actionnariales de nature ESG et de les intégrer à leurs performances organisationnelles. Elle contribuera enfin à conduire

2. La mission de la GSIA est de renforcer la visibilité des organisations d'investissement durable au niveau mondial. Il publie le *Global Sustainable Investment Review*, seul rapport rassemblant les résultats des études du marché sur l'investissement durable d'Europe, des États-Unis, du Japon, du Canada, d'Australie et de Nouvelle-Zélande.

une réflexion concernant l'encadrement des pratiques d'engagement actionnarial par les autorités réglementaires et professionnelles.

La première partie traite des facteurs influençant le comportement de l'actionnaire dans la littérature. La seconde partie explore l'écosystème complexe de l'engagement actionnarial entourant les sociétés cotées sur le marché français. Nous concluons sur un ensemble de préconisations pratiques et académiques.

Section 1 Les facteurs influençant le comportement de l'actionnaire vis-à-vis des capitaux qu'il détient

L'actionnaire actif conteste le management de l'entreprise dont il détient une partie des actifs sociaux. Il remet en question les décisions opérationnelles impactant la création de valeur. Selon la représentation de la valeur créée, on distingue l'actionnaire activiste (activisme actionnarial) de l'actionnaire engagé (engagement actionnarial). Si le premier s'intéresse principalement à la valeur actionnariale alors que le second appréhende la valeur créée pour l'ensemble des partenaires, ils partagent des incitations communes d'autant plus que les dimensions financières et ESG des investissements ne sont pas dissociables.

1 L'activisme actionnarial : l'action collective au service de l'enrichissement de l'actionnaire

Dans un contexte de mondialisation des marchés financiers efficients, les dirigeants des entreprises dont le capital est ouvert aux investisseurs ont l'obligation d'enrichir leurs actionnaires, en optimisant le coût du capital pour attirer et conserver des ressources financières. Cette obligation du dirigeant provient d'une vision juridico-financière dans laquelle l'actionnaire remplit deux fonctions, apporteur des fonds propres et contrôleur du management. La financiarisation des économies a renforcé ces fonctions essentielles, entraînant un développement de l'activisme partout dans le monde. Dans la théorie positive de l'agence, Jensen et Meckling (1976) formalisent les conflits d'agence entre le dirigeant (l'agent) et l'actionnaire (le principal). L'activisme actionnarial est alors un moyen de contrôle et de ré

appropriation des bénéfices, utilisé par les actionnaires minoritaires.

L'actionnaire exerce son pouvoir selon trois modalités (Hirschman, 1970). Il peut sortir du capital de l'entreprise en vendant ses actions (*exit*), conserver ses titres de propriété tout en exprimant [3] des désaccords éventuels auprès du management (*voice*), ou bien rester passif (abstention de vote ou vote en faveur du dirigeant) ce qui revient à cautionner les décisions managériales (*loyalty*).

Selon Berle et Means (1932), la diversification préconisée dans la théorie moderne du portefeuille (Markowitz, 1952) affaiblit la gouvernance des sociétés de capitaux en répartissant leurs actionnaires de manière trop éparse. En revanche, la littérature sur la propriété commune montre que lorsque les investisseurs possèdent plusieurs entreprises (« *common ownership* »), la gouvernance peut être renforcée à la fois par *voice* et *exit*, y compris lorsque les entreprises sont dans des secteurs indépendants. Dans le cadre d'une propriété commune, les investisseurs informés ont la possibilité de choisir les actifs à céder et vendent en priorité les entreprises à gouvernance faible (*exit*), augmentant ainsi l'information sur les prix des actifs financiers. Dans un modèle *voice*, les incitations des investisseurs à surveiller sont plus fortes, il est moins rentable de sortir du capital en raison d'impact sur les prix important en cas de cession (Edmans et al., 2019). Ce modèle est renforcé par la volonté des investisseurs de minimiser les coûts de transaction (ventes et acquisitions de titres) lorsque la gestion du portefeuille d'actifs financiers est passive [4]. En conséquence, ils adoptent un comportement *voice* plutôt qu'*exit*.

Le mécontentement exprimé (*voice*) par l'actionnaire relativement à la création de valeur actionnariale (richesse de l'actionnaire) est qualifié d'activisme actionnarial. Il relève de l'action collective. Sa mise en œuvre est fonction des coûts à assumer. Par rapport à un actionnaire passif, l'activiste subit le coût du passager clandestin (Grossman et Hart, 1986) dans la mesure où les efforts qu'il entreprend profitent à la totalité des actionnaires de la société interpellée. Cependant, les coûts de l'activisme peuvent être répartis entre plusieurs actionnaires par la formation de coalitions. La concertation entre actionnaires réduit considérablement le coût du passager clandestin dans le cadre de la stratégie *voice* (Artiga González et Calluzzo, 2019).

3. De manière formelle (publiquement) ou informelle (interpellation du management à huis clos).
4. La gestion passive consiste à répliquer les performances d'un indice boursier dans une logique d'efficience informationnelle des marchés et afin de minimiser les coûts de transaction.

Les actionnaires institutionnels parce qu'ils sont dotés d'expertise et de moyens financiers sont au cœur du développement de la stratégie *voice*. Dans un ouvrage récent, Gueguen et Melka (2021) rendent compte du rôle pris par les fonds d'investissement activistes dans le capitalisme moderne mondial. Examinant la littérature récente, l'activisme s'avère une force de changement qui le plus souvent a un impact positif sur la performance financière de l'entreprise ciblée à court, moyen et long terme. Cette amélioration porte également sur la qualité de la gouvernance. Néanmoins, l'activisme reste controversé. Il est parfois considéré comme étant déstabilisant lorsque l'actionnaire contestataire est un *hedge funds*[5] (Ahn et Wiersema, 2021 ; Berthelot et Serret, 2018). Leur action est considérée comme court-termiste en particulier dans le capitalisme français.

En France, l'activisme actionnarial a progressé bien que Girard et Gates (2013) considèrent que la protection des actionnaires minoritaires n'est pas comparable à celle existant aux États-Unis ou au Royaume-Uni. Il semble que des intérêts nationaux, dont une grande partie du patronat, des syndicats et du gouvernement français (Girard, 2020), opposent une résistance à ces forces de changement. Ainsi, les représentants du gouvernement continuent d'évoquer publiquement la « protection » des entreprises françaises contre les actionnaires étrangers supposés illégitimes. Ce modèle français rend les résultats de l'activisme actionnarial moins efficaces, un risque auquel les investisseurs étrangers répondent souvent en cherchant à s'allier avec des conseillers en procuration (*proxy advisor*) et des associations d'actionnaires français[6] pour gagner en légitimité.

2 L'engagement actionnarial au service de la valeur partenariale

L'engagement actionnarial remet en question la valeur actionnariale. Il s'interroge sur la rente organisationnelle et sa répartition (Zingales, 2000) et trouve sa légitimité dans le modèle disciplinaire partenarial (Rajan et Zingales, 2000). Dans cette représentation, la firme correspond à un ensemble de facteurs de production dont les synergies sont à l'origine de la rente organisationnelle. Les apporteurs de ces facteurs sont incités à contribuer à la création de valeur s'ils perçoivent une partie de la rente. Ainsi, les actionnaires ne sont plus les seuls à avoir le statut de créancier résiduel.

5. Fonds spéculatifs
6. www.net1901.org/association/ASSOCIATION-POUR-LA-DEFENSE-DES-ACTIONNAIRES-MINORITAIRES-ADAM,1265861.html

L'entreprise est représentée comme le centre d'un jeu coopératif organisé pour créer le maximum de valeur répartie entre les différentes parties prenantes, y compris les actionnaires. Depuis les travaux de Freeman (1984), les remises en question de la primauté de l'actionnaire sur les autres parties prenantes se sont multipliées. Les *stakeholders* ou « ayant droit », désigne un individu ou un groupe d'individus qui peut affecter ou être affecté par la réalisation des objectifs organisationnels. Cette acception englobe les investisseurs, les salariés, les fournisseurs, les consommateurs, les distributeurs, la communauté locale et finalement la société dans son ensemble.

La prise en compte de la valeur partenariale ne fait pas l'unanimité. Certains auteurs (Jensen, 2002) la considèrent au service de l'opportunisme du dirigeant, celui-ci pouvant alors justifier la dégradation des performances financières par la prise en compte des intérêts des parties prenantes. Cependant, depuis la crise financière de 2008 les actionnaires sont en quête de légitimité. Il existe une tendance de fonds légitimant les intérêts des parties prenantes à travers notamment de nombreuses incitations émanant d'institutions nationales et internationales (par exemple, le Pacte Mondial de l'Organisation des Nations Unies, les principes pour l'investissement responsable [7], etc.) en direction des acteurs financiers. Parmi les différents acteurs, les investisseurs institutionnels incorporent ces incitations à leurs pratiques pour les transformer en normes professionnelles. Ils s'efforcent alors de s'y conformer à travers notamment le phénomène d'engagement actionnarial. En ce sens, la présence des investisseurs institutionnels (fonds de pension, *hedge funds*, compagnies d'assurance, banque) dans le capital social favorise, à des degrés variables [8], le développement de l'activisme, et l'engagement actionnarial en particulier. Une étude récente (Krueger et al., 2020) auprès des investisseurs institutionnels en Amérique du Nord et en Europe montre qu'un tiers des investisseurs institutionnels adoptent un comportement actif (*voice* ou *exit*) concernant les enjeux climatiques. Sur la dernière décennie, les sujets d'engagement abordés par les actionnaires dans les AG des actionnaires aux États-Unis sont présentés dans l'encadré n°1.

7. Le réseau des principes pour l'investissement responsable propose une plateforme en ligne permettant aux signataires de résoudre le problème de l'action collective et faciliter leur coordination.

8. Ces actionnaires constituent un groupe hétérogène. Les divergences s'expliquent notamment par des différences d'horizon d'investissement, d'aversion au risque ou de réglementation propre à chaque véhicule d'investissement.

Environnemental	
Changement climatique	*Carbon Disclosure Project*, changement climatique
Services écosystémiques	énergie alternative, biodiversité, éco-efficacité ; émissions, effluents et déchets ; énergie nucléaire, bois dur tropical, eau.
Gestion environnementale	gestion environnementale, politique et performance , environnementales, rapports environnementaux, normes de la chaîne d'approvisionnement environnementale.
Social	
Droits de l'homme et éthique	tests sur les animaux, anti-corruption, satisfaction des clients, éthique, fourrure, jeux d'argent, droits de l'homme, production et ventes militaires, pornographie et services de divertissement pour adultes, normes de la chaîne d'approvisionnement sociale, gestion et rapports des parties prenantes, rapports sur le développement durable.
Normes de travail	attraction et rétention, régimes controversés, travail forcé et obligatoire, capital humain, normes de travail, vie privée et liberté d'expression, tiers-monde, formation et éducation, pacte mondial des Nations Unies
Santé publique	accès aux médicaments, alcool, génie génétique, nutrition saine, intégration dans les produits, agriculture intensive et vente de viande, sécurité des produits, tabac.
Gouvernance	
Gouvernance d'entreprise	pratiques du CA, structure de gouvernance, rémunération, droits des actionnaires,. conseil de surveillance.
Gestion et rapports	responsabilité et transparence, lutte contre la corruption, stratégie d'entreprise, gestion des risques et des crises, gestion des parties prenantes et rapports.

TABLE 5.1 – Les sujets d'engagements des actionnaires dans les AGA aux États-Unis (traduction libre de Barko et al. 2021)

Au-delà de cette quête de légitimité, plusieurs arguments expliquent le développement de l'engagement actionnarial.

Premièrement, les investisseurs institutionnels les plus importants (en termes d'actifs sous gestion BlackRock, Vanguard Asset Management, State Street, Amundi, etc.) participent au capital d'un grand nombre de sociétés dans le monde et ont un horizon d'investissement de long terme. Ce sont des investisseurs universels dont le portefeuille diversifié est représentatif d'une part de l'ensemble de l'économie et qui par conséquent perçoivent un rendement financier lié à la croissance économique sur le long terme. Lorsqu'il construit son portefeuille, l'investisseur universel (Lydenberg, 2007) n'est pas uniquement sensible au rendement de chacun des actifs qui compose son portefeuille pris séparément. Il doit également tenir compte des interactions qui existent entre le rendement des différents actifs. En d'autres termes, il se préoccupe des externalités négatives et positives générées par chacun des actifs dans lequel il a investi. Ce mécanisme le porte à être vigilant sur les dimensions ESG des sociétés de son portefeuille d'actifs financiers.

Deuxièmement, l'ensemble des investisseurs institutionnels a pour point commun d'agir au nom d'investisseurs individuels en plaçant l'épargne de ces derniers. À ce titre, leurs décisions d'investissement sont guidées par l'intérêt de leurs bénéficiaires. Ils poursuivent une logique de philanthropie déléguée (Tirole et Bénabou, 2010 ; Barzuza et al., 2020) qui les amène à se positionner sur les enjeux ESG.

Troisièmement, incités à divulguer leur politique de vote par leurs propres codes de déontologie, les actionnaires institutionnels sont de plus en plus exposés à la critique sociétale. En France, l'article 173 — VI de la LTECV de 2015 impose aux investisseurs institutionnels l'obligation de publier des rapports intégrant leurs risques climatiques, l'empreinte carbone de leurs portefeuilles, leurs investissements verts et l'inclusion des critères ESG dans leurs décisions.

Enfin, compte tenu de leur degré élevé de diversification et de leur statut d'actionnaires minoritaires, les investisseurs institutionnels sont contraints d'externaliser une partie de la prise de décisions en matière de vote. Ils ont notamment recours aux recommandations des agences spécialisées en droits de vote (*proxy advisor*). Ces agences ont également un rôle incitatif dans l'écosystème complexe de l'engagement actionnarial (Cundill et al., 2018). L'analyse exploratoire proposée cherche à mieux comprendre l'engagement actionnarial dans le contexte français en interrogeant ses principaux acteurs.

Section 2 Analyse exploratoire de l'écosystème de l'engagement actionnarial entourant les sociétés cotées sur le marché français

Nous revenons sur les particularités du contexte français, présentons les méthodes d'engagement actionnarial et analysons le contenu du discours des acteurs de l'écosystème des sociétés cotées sur le marché français.

1 Spécificités du contexte français

1.1 Les origines historiques de l'engagement actionnarial

Les pionniers de l'engagement actionnarial sont des actionnaires individuels américains. De 1948 jusqu'au début des années 60, James Peck fait l'acquisition de quelques actions du capital social de différentes entreprises. Il siège lors des AG annuelles (AGA) pour demander l'abolition de la ségrégation raciale dans les autobus du sud des États-Unis (bus Greyhound). Plus généralement, il portera la défense des droits civiques lors des assemblées de Greyhound, Woolworth, Grant, Kress et McCrory. Des actionnaires individuels comme James Peck ont remporté des succès en raison d'une stratégie minutieuse consistant à créer des réseaux avec d'autres investisseurs partageant les mêmes points de vue. Dans les années 1970, l'engagement actionnarial a été également porté par des obédiences religieuses qui se sont ensuite coordonnées sous l'égide de l'*Interfaith Center on Corporate Responsibility* (ICCR). L'ICCR a été l'un des premiers regroupements à utiliser la défense des intérêts des actionnaires pour faire pression sur les entreprises. Il regroupe désormais plus de 300 investisseurs mondiaux représentant environ 500 milliards de dollars d'actifs gérés parmi lesquels une société de gestion de portefeuille française.

Contrairement aux États-Unis, l'engagement actionnarial sur le marché français n'est pas issu d'un mouvement social (Marens, 2003) ou religieux. L'émergence de ce phénomène n'est pas non plus attribuable à des individus militants. En effet, la part des actionnaires individuels n'a cessé de diminuer au profit des souscriptions dans la gestion financière collective (actionnariat délégué). En revanche, le développement de l'épargne salariale par des investisseurs institutionnels nationaux (Comité Intersyndical de l'Épargne Salariale, ERAFP) a contribué à

la pratique de l'engagement actionnarial. Ces premiers acteurs se sont focalisés sur la défense des intérêts des salariés. Ils militent pour une modération des dividendes des actionnaires, la suppression des rachats d'action et la modération des salaires des dirigeants. Sur les problématiques d'environnement, la société de gestion Phitrust a notamment été une pionnière de l'engagement en 1999 au moment du naufrage du pétrolier Erika de la société Total au large des côtes françaises. En raison de la mondialisation des marchés financiers, les investisseurs institutionnels étrangers interpellent désormais les sociétés françaises. Par exemple, en 1997, la fondation Ethos créée par deux fonds de pension suisses est devenue une coalition d'investisseurs institutionnels européens très engagée dans les sociétés européennes.

Dans le contexte français, on observe un phénomène d'engagement dans l'intérêt des salariés. À titre d'exemple, en 2012, une association d'actionnaires salariés de France Télécom a proposé de réduire le dividende à 1 euro contre 1,40 euro. Toutefois, les problématiques environnementales et les enjeux climatiques sont de plus en plus débattus à l'initiative d'actionnaires français et étrangers. En 2020, 11 actionnaires de Total, représentant 1,35 % du capital social, ont demandé à la société pétrolière une modification de ses statuts pour qu'elle intègre des objectifs de décarbonation à ses activités. Cette proposition a recueilli 16,8 % des votes. Ce pourcentage semble faible, mais il est emblématique d'une tendance de fonds.

2 Contexte légal de l'engagement actionnarial en France

Le cadre légal qui entoure l'activisme actionnarial définit des règles de protections des actionnaires minoritaires. En France, ces règles ont considérablement évolué depuis les années 90. Par ailleurs, celles-ci ne font pas la différence entre engagement et activisme actionnarial. Le tableau suivant fait état des éléments principaux de régulation encadrant le comportement de l'actionnaire sur le marché français.

Loi ou décret	*Droits accordés aux actionnaires minoritaires en France*
Loi n° 66-537	Droit de dépôt de résolution, droit de demander une expertise de gestion, droit de récusation du commissaire aux comptes...
Loi n° 89-421	Reconnaissance des droits d'associations des actionnaires.
Loi n° 2001-420	Réduction du seuil à 5% des droits de vote pour présenter une résolution externe. Reconnaissance du droit de vote électronique lors des AG.
Loi n° 2003-706	Obligation pour les sociétés de gestion d'investissement de faire un rapport sur leur politique de vote.
Loi n° 2006-1566	Adoption de la «date d'enregistrement» qui a mis fin au blocage des actions avant l'AG annuelle.
Article 314-102 de l'AMF	Obligation pour les sociétés de gestion d'avoir une politique de vote et de la rendre publique.
Loi Florange	Encourage l'actionnariat longue durée par l'octroi de vote double après 2 ans de détention.
Loi n° 2015-992	Article 173 de la loi de transition énergétique : impose un reporting intégrant la prise en compte des critères ESG, l'empreinte carbone, l'investissement vert
Règlement Disclosure (UE 2019/2088)	Apporte de nouvelles obligations en termes de transparence d'informations. Applicable à partir du 10 mars 2021 (article 20.2 du règlement)

TABLE 5.2 – Réglementation entourant l'engagement actionnarial

La loi n°66-537 du 24 juillet 1966 permet aux associations d'actionnaires, qui auront reçu un agrément de la part de la commission des opérations de bourse, d'obtenir des droits renforcés. Elle rend possible certaines actions en termes de droits à l'information et de pouvoir de paroles comme ; le droit de déposer des résolutions lors de l'AG, le droit de demander la désignation d'un mandataire de justice afin de convoquer une AG ; le droit de récuser le commissaire aux comptes ; ou de demander, en justice, une expertise de gestion dans le but de collecter des informations complémentaires sur une ou plusieurs opérations de gestion.

La loi n°89-421 du 23 juin 1989 constitue une reconnaissance des droits d'associations des investisseurs. Elle permet de représenter devant toute juridiction les investisseurs victimes de préjudices liés à leur activité.

La loi n°2001-420 du 15 mai 2001 relative aux Nouvelles Régulations Économiques (loi NRE), abaisse le seuil de détention du capital social minimal pour déposer une résolution externe en le fixant à 5 % contre 10 % auparavant. Ce reste toutefois très élevée par rapport aux pays de droit commun.

La loi n°2003-706 du 1er août 2003 (loi de sécurité financière) oblige les sociétés de gestion de portefeuille à publier leur politique de vote. Le décret n°2006-1566 du 11 décembre 2006, permet la préservation de la liquidité du portefeuille de titres en enregistrant le pourcentage de droits de vote trois jours avant la tenue de l'AG, au lieu de bloquer la participation financière durant les cinq jours précédant l'AGA.

L'ordonnance n°2010-1511 du 9 décembre 2010 donne indirectement plus de pouvoir aux sociétés de conseil de vote. De plus, l'ordonnance introduit en droit français des dispositions relatives à la sollicitation active de mandats qui peut être utilisée par les activistes recherchant le soutien d'autres actionnaires.

La loi n°2014-384 du 29 mars 2014 dite loi Florange a pour objet de favoriser l'actionnariat de long terme en attribuant un droit de vote double dans les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, à toutes les actions détenues à titre nominatif par le même actionnaire depuis au moins deux ans. Cette disposition remet en question le principe d'un seul droit de vote associé à la détention d'une action. Elle conforte le management de la société ciblée par les activistes lorsqu'il existe des actionnaires majoritaires. En revanche, dans le

cas d'un actionnariat dispersé, cette réglementation peut favoriser les actionnaires minoritaires engagés.

La loi n° 2015-992 du 17 août 2015 (loi de Transition Énergétique) et en particulier l'article 173 — VI, impose aux investisseurs institutionnels l'obligation de publier des rapports intégrant leurs risques climatiques, l'empreinte carbone de leurs portefeuilles, leurs investissements verts et l'inclusion des critères ESG dans leurs décisions.

La loi Sapin du 9 décembre 2016 dite loi Sapin II introduit le *Say-on-Pay* contraignant. Dans les sociétés cotées, un vote annuel des actionnaires est imposé concernant les principes et les critères de détermination, de répartition et d'attribution des éléments fixes, variables et exceptionnels composant la rémunération totale concernant les mandataires sociaux (président, directeur général et directeur général délégué). Ils se prononcent par exemple sur les rémunérations des dirigeants dans le cadre du *say-on-pay*. Dans ce cas, les actionnaires exercent leur droit de vote concernant une résolution interne (émanant du management) au sujet des rémunérations.

Le règlement (UE) 2019/2088 du parlement européen du 27 novembre 2019 (règlement *Disclosure*) crée de nouvelles obligations de transparence en matière de durabilité pour les acteurs de marché. L'objectif de cette réglementation est de créer une meilleure transparence de l'information grâce à un cadre défini pour les produits durables sur le marché européen. Elle délivre de nouvelles obligations et normes communes de *reporting* pour les sociétés de gestion et les conseillers financiers.

Dans l'ensemble, le droit des actionnaires minoritaires a progressé leur permettant d'utiliser plusieurs leviers classiques du processus d'engagement actionnarial.

3 Les méthodes du processus d'engagement actionnarial

Les leviers de l'activisme actionnarial (*voice*) sont nombreux et progressifs. Leur démarche consiste à interpeller le management de l'entreprise et les membres de son CA. L'entreprise visée est l'objet d'interrogations au travers d'échanges informels sur un sujet précis. Deux possibilités se présentent, soit l'entreprise répond aux interpellations, soit elle décide de les ignorer. Ainsi, si les activistes ne sont pas satisfaits des réponses apportées, ils pourront préparer une résolution externe sur le sujet de leur préoccupation qu'ils soumettront au vote de l'ensemble des actionnaires

au moment de l'AGA.

En France, pour déposer une résolution, les actionnaires doivent détenir au moins 5 % du capital social de la société cotée ce qui représente un montant élevé pour les grosses capitalisations boursières. Comparativement, les pays de droit commun ont un seuil de dépôt de résolution accessible à des actionnaires individuels. Aux États-Unis, par exemple, il suffit de détenir un montant de 2 000 dollars depuis au moins un an pour déposer une résolution externe. Aussi, pour atteindre le seuil de 5 %, et déposer une résolution, il est fréquent d'observer des coalitions d'actionnaires dans l'écosystème français. La figure n°1 récapitule le processus d'utilisation de la menace de résolution par les actionnaires.

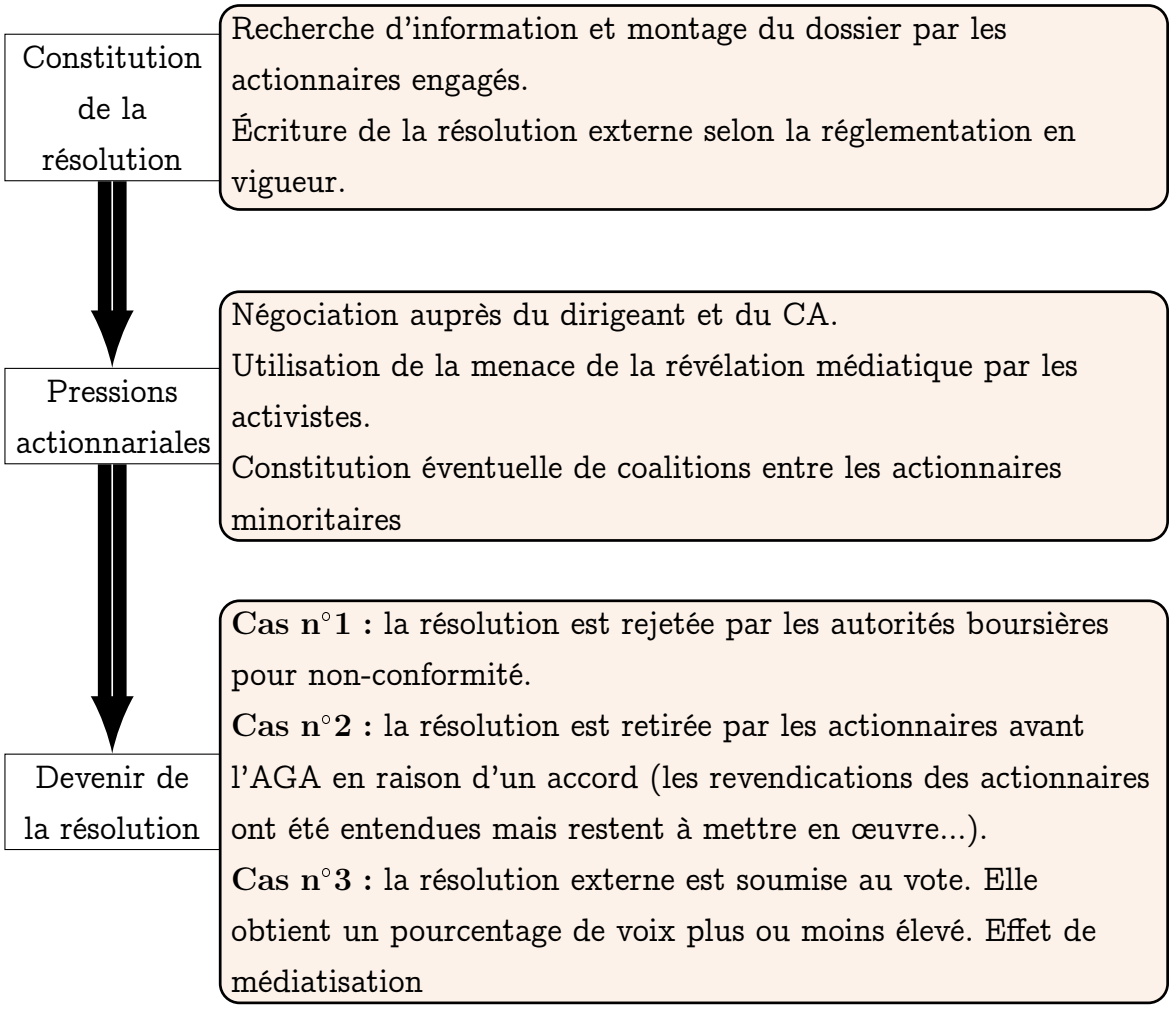


FIGURE 5.1 – Processus de dépôt de résolution

Dans un premier temps, les actionnaires préparent le dossier de résolution externe. Trois scénarios sont possibles. La résolution est non recevable par les autorités boursières (cas n °1) ; la résolution est retirée par les actionnaires (cas n° 2) si l'équipe dirigeante accepte des changements et le débat entre le management et

les actionnaires ne sera pas médiatisé ; la résolution est proposée au vote lors de l'AG (cas n° 3) ce qui entraîne une médiatisation du problème soulevé. À partir de 66 % des votes en faveur de la résolution, le management doit tenir compte de la proposition actionnariale. Un tel pourcentage est très difficile à obtenir. Le plus souvent, le soutien de la résolution (en dessous de 66 %) par certains actionnaires aura une valeur de recommandation pour les dirigeants sans aucun caractère obligatoire. En 2020, le management de la société pétrolière française Total a été interpellé par une « résolution climat » qui a recueilli 16,8 % des votes. Dans l'ensemble, le processus de menace de résolution est coûteux. Le recours juridique des actionnaires est une alternative à la résolution externe. Elle est souvent considérée comme le niveau le plus élevé de confrontation entre les activistes et l'entreprise ciblée.

4 L'analyse de contenu du discours des acteurs de l'engagement actionnarial

Nous présentons tout d'abord la démarche générale puis le contenu du discours des acteurs de l'engagement actionnarial.

4.1 La démarche générale

Nous avons interrogé plusieurs acteurs identifiés de l'engagement actionnarial dans la cadre de l'écosystème des sociétés françaises.

Plusieurs entretiens semi-directifs ont été conduits auprès des acteurs de l'engagement actionnarial dans le contexte français. Ces entretiens ont été couplés à l'analyse détaillée des documents des sociétés interrogées (politique de vote, rapport d'activité, site internet). L'entretien semi-directif permet la spontanéité des réponses lors de l'échange autour de thèmes proposés par le chercheur. L'entretien autorise l'interlocuteur à s'exprimer librement. Il aborde les thèmes de son propre choix (richesse du contenu). Au fil des entretiens, de nouvelles problématiques émergent et peuvent être intégrées à la recherche (flexibilité). Enfin, il permet une mise en confiance propre à récolter des informations sur des sujets confidentiels. La technique de l'entretien s'adapte à la fois à la nature des informations recherchées et au terrain de l'étude. Richesse de contenu et diversité sur un sujet peu étudié et confidentiel sont précisément examinées. La technique de l'entretien a aussi ses limites. En abordant des sujets sensibles, le répondant peut occulter volontairement

des informations pour diverses raisons. Par exemple, la personne interrogée, bien qu'ayant accepté de participer à l'étude, est tenue à une certaine réserve vis-à-vis de la société qui l'emploie. Par ailleurs, le discours du répondant prône l'orthodoxie propre au contexte professionnel (biais d'orthodoxie). Enfin, la prise en compte du mode déclaratif pose tous les problèmes de rationalisation a posteriori. Il est difficile, voire impossible pour l'enquêteur de distinguer la rationalité du discours, de la rationalité de l'action.

L'échantillon de quinze répondants n'a pas vocation de représentativité statistique. Le critère de représentativité est donc la saturation sémantique du terrain. Elle s'obtient lorsque les données recueillies n'apportent plus aucune information nouvelle. Le critère d'arrêt des entretiens est donc la saturation des réponses. Les données ont ensuite fait l'objet d'une analyse de contenu thématique. Le tableau suivant résume l'échantillon des répondants.

Nom organisme	Type d'acteurs	Caractéristiques
Allianz	Assurance – gestion d'actifs	Analyste ESG
AmberCapital	Gestion d'actifs	Managing partner
Elliot Management	Hedge funds	Portfolio Manager
Banque de France	Banque	Expert en investissement responsable
CIAM	Hedge funds	Head of Corporate Governance
Covéa	Mutuelle	Analyste ESG
ERAFP (caisse des dépôts et consignation)	Fonds public de retraite	Chargé de mission ISR
Ircantec 1	Fonds public de retraite	Analyste ISR
Ircantec 2	Fonds public de retraite	Analyste ISR
Lyxor	Gestion d'actifs	Responsable équipe investissement responsable
Sycomore Asset Management	Gestion d'actifs	Analyste ESG
BlackRock	Fonds de gestion universel	Membre de l'équipe investment stewardship ESG.
Proxinvest	Agence de conseil de vote aux investisseurs	Depuis 1995, Proxinvest est une société de conseil aux investisseurs concernant leur politique d'engagement actionnarial et l'exercice de leurs droits de vote aux AGA des sociétés cotées en Europe.
SquareWell Partners	Société de conseil	ESG Advisory
(FIR)	Association multi parties prenantes	Depuis 2001, le FIR a pour objet de promouvoir l'investissement responsable. Il regroupe des investisseurs, des gestionnaires de fonds, des spécialistes de l'analyse sociale et environnementale, des syndicats, des ONGs, des universitaires...

TABLE 5.3 – Échantillon des répondants

L'analyse de contenu thématique repose sur le postulat, que la répétition d'unités d'analyse de discours (mots, phrases, paragraphes...) révèle les préoccupations des auteurs du discours. Le texte (retranscription du discours) est découpé en fonction des unités d'analyse que le chercheur a choisi d'étudier. Dans le cas présent, l'unité d'analyse choisie est le thème. « *Avec l'analyse thématique, la thématisation constitue l'opération centrale de la méthode, à savoir la transposition d'un corpus donné en un certain nombre de thèmes représentatifs du contenu analysé, et ce, en rapport avec l'orientation de recherche (la problématique)* » (Paillé Pierre et Mucchielli Alex, 2021).

Nous avons réalisé un premier codage thématique en utilisant la méthode du « double aveugle » puis utilisé le logiciel d'organisation et de classifications de données : Nvivo. L'utilisation de Nvivo nous a semblé utile afin de gérer la quantité de données et de permettre un affinage avec les fonctions de voisinage et proximité. Par ailleurs, la qualité d'une analyse de contenu thématique repose sur le choix des catégories, en fonction desquelles le contenu sera classé. Ces catégories ont été établies en tenant compte des critères d'exhaustivité, d'exclusivité, d'objectivité et de pertinence. Nous avons veillé au respect de ces critères.

4.2 Les thématiques issues de l'analyse de contenu

L'analyse de contenu du discours des acteurs de l'engagement actionnarial interrogés permet de mettre en évidence plusieurs thèmes caractérisant la dynamique de l'engagement actionnarial. Nous illustrons ces thèmes à l'aide d'extraits de discours.

4.2.1 La terminologie utilisée par les répondants : engagement actionnarial ou activisme actionnarial ?

Pour la plupart des répondants, la terminologie « activisme » est connotée négativement. Ainsi, les répondants n'identifient pas leurs activités à de l'activisme « *on n'est pas activiste* », « *nous on ne fait pas ça du tout* ». La préférence pour le terme « engagement » est justifiée. Ainsi, « *l'activisme à mauvaise presse* » ; « *en France il y a une connotation extrêmement péjorative, c'est une stratégie efficace de qualifier vos opposants d'activistes pour susciter l'attendrissement* » ; « *le mot activisme est un peu fort, on essaye d'influencer pas de forcer* » ; « *on*

fait de l'engagement ». Un gestionnaire d'actifs financiers explique : « *Ce n'est plus ça maintenant (en parlant d'une logique de retour court-termiste et spéculatif souvent associé au terme activisme), c'est important de s'assurer qu'il y ait des contre-pouvoirs au sein des entreprises, que les actionnaires ne soient plus une chambre d'enregistrement et qu'ils aient leur mot à dire* ». Les propos recueillis évoquent avant tout la notion de relations : « *C'est de l'engagement actionnarial on est dans une relation investisseurs entreprises dans le long terme* ».

L'engagement est donc opposé à l'activisme. Le terme engagement actionnarial fait référence à une relation de collaboration avec l'entreprise sur du long terme.

4.2.2 Le dialogue avec le management, pratique privilégiée par les actionnaires

Tous les actionnaires répondants nous indiquent avoir une approche majoritairement tournée vers le dialogue et les rencontres avec les entreprises. Ces dialogues/rencontres ont lieu plusieurs fois par an, un accent est mis sur la préparation en amont ; « *On envoie une liste de questions au préalable afin que l'entreprise soit préparée pour que le rendez-vous soit efficace* », le dialogue est considéré comme une base de travail incontournable pour les actionnaires ; « *le dialogue c'est la première chose* », et « *ayant un impact significatif* » ; « *le dialogue est bénéfique et nous permet de comprendre des situations* », « *dans 99 % des cas, vous avez un dialogue constructif avec le manager* ».

4.2.3 Politique de vote et utilisation d'une agence de conseil de vote (proxy-advisor)

Dans le cadre légal français (rappelé dans le tableau 1), les investisseurs publient leur politique de vote sur leur site internet. Le vote contre est considéré comme une mesure sanction des acteurs : « *vote sanction lorsque l'on considère qu'il n'y a pas de démarche d'amélioration* » pour la plupart des actionnaires interrogés. L'utilisation de ce droit de vote devient alors un enjeu et un levier important dans le dialogue actionnarial. Ainsi, « *C'est un devoir pour les actionnaires d'utiliser ce droit de vote, un actionnaire passif n'utilise pas le droit de vote, mais il laisse quelqu'un l'utiliser pour lui* ». Dans l'exercice de ce droit de vote, les actionnaires

se font assister par une agence de conseil de vote (*proxy-advisor*). Ces sociétés permettent un gain de temps et une « *facilitation du travail* ». Ils soulèvent les limites de cette externalisation d'une partie de la prise de décisions en matière de vote. Les limites concernent les sujets sensibles qui sont « *vus exclusivement en interne comme la rémunération du dirigeant* ». Parmi le principal reproche émis à l'encontre des *proxys*, il y a la notion d'uniformité ; « *politique commune à toutes les sociétés, grille stéréotypée* ». On reproche parfois aux agences de conseils de vote de « *méconnaître les sociétés* » ou encore de ne pas être « *très à la pointe sur la partie RSE et ISR, les proxys regardent l'intérêt de l'actionnaire ils n'ont pas d'approche multipartite* ». En revanche, le répondant représentant l'agence de vote revendique une expertise dans l'approche européenne de certains sujets (comme celui des rémunérations).

4.2.4 L'utilisation des médias dans la confrontation

Dans la pratique de l'engagement actionnarial, le recours au média est fréquent, engageant ainsi le risque de réputation de l'entreprise ciblée ; « *si le dialogue échoue, on va le porter au public* » ; « *ça peut « escalader » avec une campagne publique* », les actionnaires interrogés disent avoir recours à cette pratique avec le désengagement ; « *une exclusion si besoin est* », « *il peut y avoir une sortie* ». La démarche la plus fréquente en cas d'échec restera le dépôt de résolutions pour la moitié des cas ; « *aller jusqu'à l'extrême et proposer de nommer de nouvelles personnes au conseil* », « *déposer une résolution d'actionnaires pour amener l'ensemble des investisseurs à se positionner, c'est très significatif en termes de visibilité* ». Les médias sont utilisés à un stade avancé de leur stratégie d'engagement qui devient une confrontation avec le management. Cette confrontation peut se terminer par une sortie de l'actionnaire du capital social.

4.2.5 Les motivations à l'engagement environnemental, social et de gouvernance

Les préoccupations ESG ne sont pas déconnectées des préoccupations économiques « *On n'investit pas uniquement parce qu'il y a des choses à améliorer au niveau ESG, ce sera couplé avec des aspects financiers* ». Plusieurs actionnaires pensent qu'« *une entreprise plus performante d'un point de vue ESG*

va gagner en performance financière ». La notion de « *création de valeur* » est mentionnée dans tous les discours. Par ailleurs, plusieurs répondants soulignent la possibilité « *de créer des alliances et des coalitions* » pour se faire entendre, ce qui facilite leur démarche. Les coalitions sont perçues comme des « *engagements collaboratifs* » permettant une « *pression commune* ». Le rôle de l'environnement institutionnel est également souligné « *les labels ISR peuvent faciliter notre travail* ». Le représentant d'une agence de conseil de vote déclare « *En France, nous avons tendance à attendre que la loi règle les problèmes (...) alors que des progrès peuvent être obtenus spontanément par l'engagement actionnarial des investisseurs* ».

4.2.6 Les freins à l'engagement

Le contexte culturel est mentionné comme une limite « *un aspect culturel surtout en France qui n'est pas forcément propre à encourager, ou avoir les bonnes pratiques de gouvernances à la base. Il y a une grande connivence entre les dirigeants et les responsables politiques en France* ». Certains acteurs évoquent « *L'évolution des mentalités et de la société avec des sujets qui sont de plus en plus normalisées* ». Parmi les limites à l'engagement, les acteurs signalent également ; « *l'engagement est très consommateur de temps* », « *c'est très coûteux* ». Le contexte légal est perçu comme contraignant « *On est bloqué en termes de droits, le droit français ne contraint pas les entreprises alors que les seuils de dépôt de résolutions pour les actionnaires sont trop élevés* ». La crainte de dégrader la relation avec le management est également mentionnée « *on tient à garder de bonnes relations avec l'entreprise* ».

4.3 Représentation de l'écosystème et propositions d'amélioration

L'engagement actionnarial est polymorphe. Parmi les thématiques ESG, les sujets les plus souvent évoqués portent sur les volets E et G. Dans le volet environnemental, la préoccupation climatique ou « *risque climatique* » est récurrent. La thématique sociale est rarement évoquée par les actionnaires. Elle est d'ailleurs signalée comme « *la thématique oubliée de l'engagement* ». Les mécanismes mobilisés parmi les différents acteurs sont pluriels. Ils comprennent notamment le boycott du capital de l'entreprise (désinvestissement), le dialogue avec l'entreprise, la médiatisation d'une problématique par les actionnaires, la pression auprès des autorités publiques

pour infléchir la loi, le dépôt de résolution externe ou bien encore le lancement de procédures judiciaires à l'encontre de l'entreprise (« très rare »). En pratique, ces modes d'action ne sont pas exclusifs les uns des autres.

L'engagement actionnarial comporte au moins trois dimensions (économique, politique et symbolique). Dans un contexte financiarisé où les investisseurs institutionnels détiennent une part importante du capital des sociétés, leur engagement ESG est associé à des préoccupations financières ce qui lui confère une dimension économique. La remise en cause par l'engagement de la relation entre le management et les actionnaires c'est-à-dire du gouvernement de l'entreprise atteste de sa dimension politique. Enfin, la dimension symbolique est illustrée par les médias et le rôle des parties prenantes dans le processus d'engagement.

Pour améliorer les conditions de la pratique de l'engagement actionnarial, trois pistes au moins nous semblent intéressantes. Tout d'abord, il serait intéressant de renforcer le dialogue entre émetteurs et investisseurs. La création d'une plateforme de dialogue actionnarial pourrait permettre aux investisseurs de mettre en commun leurs revendications et d'engager un dialogue, le cas échéant, avec l'émetteur. Ce renforcement faciliterait la formation de coalitions.

De plus, concernant le vote des résolutions internes (soumises par l'entreprise) ; il serait souhaitable d'améliorer les modalités de vote en ayant recours à la *blockchain*. En effet, Van der Elst (2019), à partir de données sur sociétés françaises, observe qu'un très grand nombre d'actionnaires votent par défaut. Alors qu'un actionnaire de contrôle continue à participer et à voter à l'AG en personne, d'autres actionnaires, y compris les investisseurs institutionnels, utilisent la technique du vote à distance. Une partie des actionnaires minoritaires donnent leur procuration au président du conseil. Cet auteur conclut que la « *fonction de forum* » de cette AG « *physique* » des actionnaires semble dépassée. Les nouveaux développements technologiques comme par exemple la *blockchain* est une piste qui mérite d'être étudiée pour servir d'outil alternatif au développement du processus de vote et de communication d'une manière accessible, ouverte et transparente.

Enfin faut-il abaisser le seuil de dépôt d'une résolution externe pour faciliter l'engagement des actionnaires ? L'abaissement de ce seuil (actuellement de 5 %) est controversé dans la mesure où il pourrait encourager un activisme plus agressif celui des *hedge funds*. Cette piste doit être également débattue.

Conclusion

En s'appuyant sur des données recueillies lors d'entretiens avec des acteurs de l'engagement actionnarial, cet article éclaire les incitations à l'engagement des actionnaires dans le contexte entourant les sociétés cotées sur le marché français. L'engagement actionnarial est une stratégie d'ISR en progression.

L'analyse du discours des acteurs met en lumière la complexité de cet écosystème qui doit être étudié en profondeur dans des recherches futures. Le rôle des fonds universels est l'une des forces motrices du phénomène d'engagement tandis que le principal frein est le coût de l'engagement lui-même.

Peu d'études se sont attachées à comprendre la complexité de l'engagement actionnarial dans le contexte français. En raison de son caractère exploratoire, cette étude comporte certaines limites nécessitant la poursuite des recherches sur l'engagement actionnarial dans le contexte.

Section 3 Analyses complémentaires de l'article

Les premiers entretiens utilisés dans le cadre de cet article ont été complétés par sept autres [9] réalisés ultérieurement à la rédaction de l'article ci-dessus. Nous ne développerons pas ici les propos des ONG, dont l'analyse est le sujet du prochain essai. Le format de l'article n'a pas permis une exhaustivité de développement de nos résultats que nous souhaitons ici combler en analysant : le processus d'engagement actionnarial, les thématiques et les leviers d'une démarche d'engagement actionnarial réussie. Les analyses complémentaires se basent sur le même échantillon de répondants (Cf. tableau 5.3) auquel nous incluons un entretien supplémentaire (réalisé après publication de l'article) :

Nom organisme	**Type d'acteurs**	**Caractéristiques**
Fonds de Réserve pour les Retraites	Fonds de retraite public	Chargé de mission ISR

1 Le processus d'engagement actionnarial

Si la littérature nous a permis d'identifier les mécanismes à disposition des actionnaires, nous n'avions pas trouvé de processus d'engagement actionnarial identifié et schématisé (Cf. Partie préliminaire Section 2). Seuls Goodman et al. (2014) identifient un processus d'engagement actionnarial en quatre étapes :

1. Soulever des problèmes,
2. Rechercher des informations,
3. Rechercher des changements,
4. Obtenir des résultats.

Une limite méthodologique nous semble importante à soulever sur ce processus ; il a été identifié dans le cadre d'une étude portant sur le processus d'engagement des organisations religieuses, nous pouvons légitimement nous demander si ce processus est universellement applicable.

9. 5 ONG, 1 fonds de pension et 1 entreprise à mission

Notre encodage (réalisé sur Nvivo) fait ressortir les différents modes d'engagement actionnarial utilisés par les investisseurs :

Nom du code	**Fichiers**	**Références**
Collaboration		
Collab Interne	1	1
Collab Externe	7	12
Presse - public	8	12
Questions écrites ou publiques	6	10
Résolution	7	11
Exclusion - Sortie	9	13
Rencontre	7	10
Vote	7	11
Dialogue.s	14	26

TABLE 5.4 – Les différents modes d'engagement actionnarial utilisés par les investisseurs

Lorsque nous avons interrogé les investisseurs se positionnant comme « *actionnaires fortement engagés* », nous avons pu identifier un processus commun à l'engagement actionnarial. Ce processus va de la prise de décision aux choix des modes d'action et correspond en partie aux quatre étapes identifiées par Goodman et al. (2014). Cependant, nous apportons un niveau de détail plus précis quant aux poursuites et déterminants des décisions, mais nous n'allons pas jusqu'à la mesure du résultat de l'engagement effectué. Les propos des répondants, nous ayant permis de schématiser ce processus, nous indiquent que dans la plupart des cas les dialogues, menés après présentation du problème et de solutions par l'investisseur, sont suffisants pour amorcer un travail collaboratif entre investisseurs et entreprises.

Nous avons conceptualisé ce processus dans le schéma suivant :

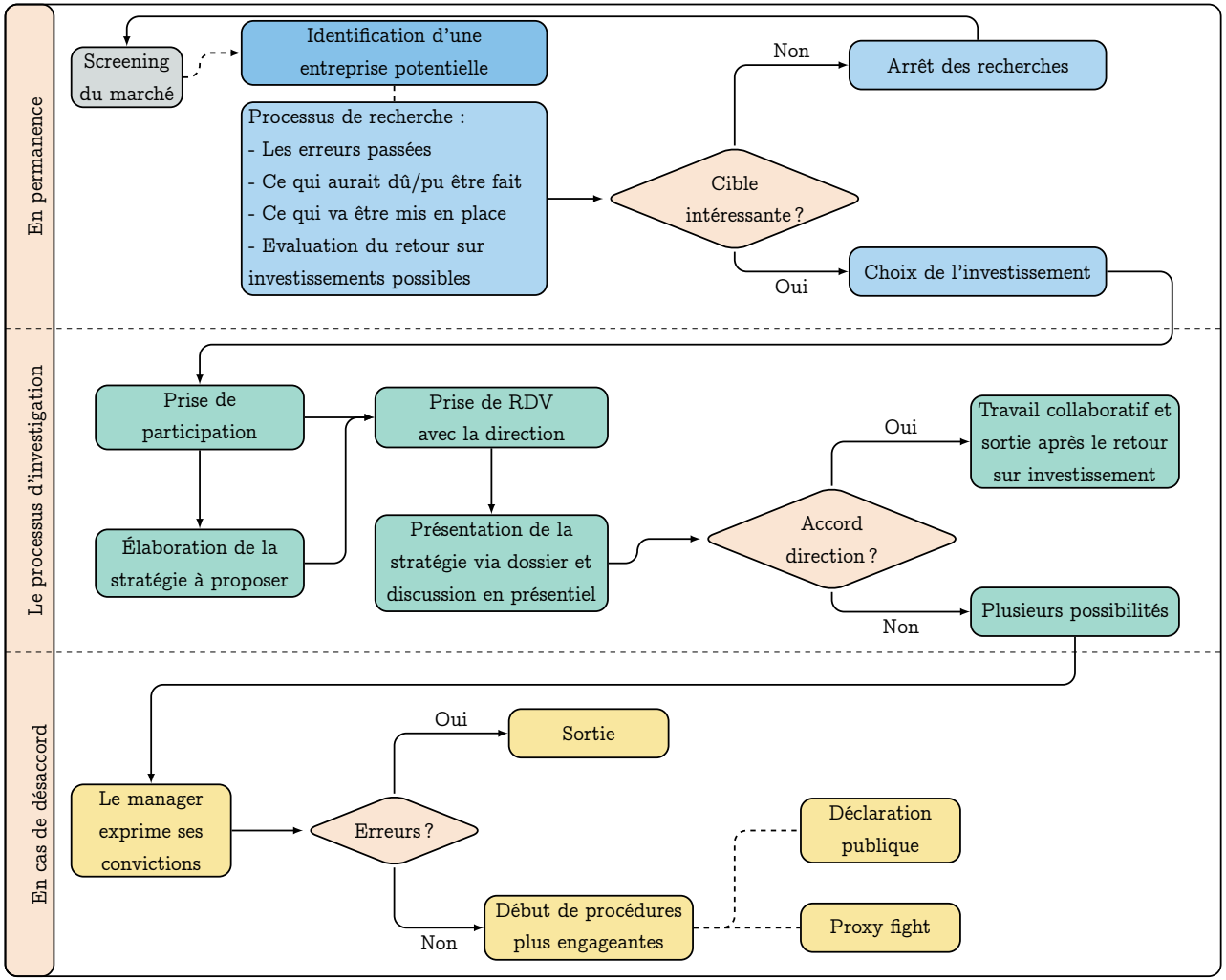


FIGURE 5.2 – Schéma d'un processus d'engagement actionnarial, créé à partir d'entretiens réalisés en juillet 2020

Concernant la partie « le manager exprime ses convictions, erreur ? » nous l'avons schématisé car quelques investisseurs (trois) soulèvent l'asymétrie d'informations comme pouvant être à l'origine d'identification de problèmes de la part des investisseurs. Néanmoins cette asymétrie peut être résorbée par le dialogue et ainsi stopper le processus d'engagement actionnarial. Pour exemple un investisseur nous a relaté le cas suivant :

« *On avait le cas d'une société française dont la parité régressait au conseil. On a discuté avec la société et elle a pu nous expliquer que c'était indépendant de leur volonté (un décès et une qui a accepté des fonctions exécutives dans une entreprise ayant des activités concurrentes). Mais la diversité était toujours un sujet très important et ils allaient nommer une nouvelle femme. L'engagement alors à une part importante, car évidemment c'étaient des sujets sensibles que l'entreprise ne pouvait pas se permettre de mettre dans un document écrit, mais qu'elle pouvait divulguer à l'oral, cela a permis de comprendre la ligne d'engagement* ». (Entretien 10)

Cet exemple démontre bien à la fois les asymétries existantes et l'importance du dialogue entre investisseurs et dirigeants préalablement à l'engagement de procédure plus contraignante ou coûteuse.

Tous les investisseurs institutionnels nous confirment que les procédures plus engageantes comme le dépôt de résolutions externes lors de l'AG, les déclarations publiques, les *proxy fights*... sont des procédures utilisées en cas d'échecs des dialogues au préalable :
« *personne n'a envie d'aller jusqu'au proxy fight, ce n'est pas terrible pour la société ça créée beaucoup d'incertitude c'est énormément de travail [...] on essaie de ne pas aller jusqu'à cet extrême* ». (Entretien 3)
« *Si le dialogue échoue et qu'on est dans une situation où on juge qu'il y a un souci on va le porter public* ». (Entretien 5)

La démarche d'engagement actionnarial, bien qu'interne à l'entreprise et majoritairement conduite en privé, peut être renforcée par un processus d'escalade de plus en plus public. Ce recours aux acteurs externes permet d'augmenter la pression en mettant en oeuvre le risque de réputation des entreprises.

« *Selon la satisfaction que l'on peut avoir de ces différentes discussions il y a ce qu'on appelle une escalation où l'on peut décider je vais mettre un peu de pression à l'entreprise pour que les choses avancent plus vite, ça peut être soit*

déposé une question écrite, le CA à l'obligation d'y répondre lors de l'AG ça permet d'être assuré que l'intégralité du conseil soit au courant du dialogue qui existe. Le 2e levier comme j'ai évoqué pour [Entreprise ciblée] c'est de poser une question orale le 3e levier c'est de faire un dépôt de résolution qui est un peu plus compliqué en France les seuils de dépôt de résolutions sont plus élevés en France, mais ce n'est pas impossible on l'a vu avec total cette année ». (Entretien 9)

2 Les acteurs externes

En matière de recherches, d'informations et de collaborations, nous constatons l'importance des acteurs externes précédemment identifiés (CF. Chapitre 1, Section 2 2) : les sociétés de conseil, les agences de notations, les médias, les ONG.

Acteurs	**Nb d' évocations** [10]	**Rôle** [11]	
Sociétés de conseils	6	Service de politique de vote, propositions ou recommandations de votes, procurations aux AG	ISS (4), Proxinvest (2), NC (1)
Agences de notation	2	Fournisseur de données ESG, Notation des actifs détenus	Vigeo Eiris (2)
Médias	2	Médiatisation des désaccords	
ONG	2	Expertise, rapport, écriture de lettres, médiatisation	
Coalitions d' actionnaires	6	Constituer des groupes de travaux collaboratifs pour dialoguer, déposer des résolutions, communiquer ensemble	climat action 100+ (6), Climate Change transition for Gaz (1), Carbon Disclosure Projet (1)

TABLE 5.5 – Les acteurs externes évoqués par les investisseurs

10. Investisseurs évoquant cet acteur sur les 12 investisseurs institutionnels interrogés
11. Selon les investisseurs institutionnels

Les relations et visions des investisseurs concernant le recours aux médias ou aux sociétés de conseil ayant déjà été développées au cours de l'article nous n'exposerons ici que les agences de notations et coalitions d'actionnaires.

2.1 Le recours et l'utilisation par les investisseurs des agences de notations sociétale

Les agences de notations sociétales sont assez peu évoquées par les investisseurs, seuls deux les mentionnent. Si le premier investisseur n'est que peu expansif sur le sujet l'évoquant simplement « *Il y a des agences de notation ESG* » (Entretien 13), le deuxième investisseur est plus prolixe et énonce :
« *Globalement le problème des agences de notation c'est que ce sont des agences privées. Donc le problème des agences de notation c'est un conflit d'intérêts majeur entre les acteurs financiers et les acteurs privés qui les rémunèrent et elles qui les note. [...] Cela est une démarche d'autorégulation de la part des propres acteurs privés et ils ne sont pas encadrés par la puissance publique* ». (Entretien 21)

Le rôle des agences de notation sociales et environnementales (développé lors du Chapitre 2, Section2, 2.2) reste théorique dans le cadre de notre étude. Cependant ces agences n'étaient pas l'objet de notre recherche et nos résultats ne peuvent être considérés comme entièrement démontrés.

2.2 Le rôle des coalitions d'actionnaires dans l'engagement actionnarial

Dans le cadre du processus d'engagement actionnarial précédemment identifié, l'importance de l'approche collaborative est soulignée :
« C'est de l'activisme collectif, l'union fait la force ». (Entretien 1)
« Il y a aussi les engagements collaboratifs, puisque seul ils nous répondent pas beaucoup ». (Entretien 11)
« L'engagement qu'on mène on le mène au sein de coalition parce qu'on est trop petit pour mener des dialogues tout seul et l'on n'a pas le temps ». (Entretien 7)
« Le dernier levier ça va être de faire de l'engagement collaboratif, de travailler avec d'autres investisseurs ». (Entretien 9)

Ainsi l'engagement actionnarial collaboratif via des coalitions d'actionnaires

permet de réduire les coûts liés à l'engagement actionnarial en partageant les moyens (financiers et humains) et connaissances.

3 Les thématiques de l'engagement actionnarial

Comme énoncé au cours de l'article, il ressort des entretiens que la décision de s'engager ne relève jamais (tout du moins chez ce type d'investisseurs qui ne sont pas des ONG) d'une problématique uniquement centrée sur les critères ESG. En effet si ces critères font partie intégrante des dialogues et des leviers d'amélioration préconisés par les actionnaires, ils ne sont pas perçus comme suffisamment générateurs de valeur. Parmi les thématiques ESG les sujets les plus souvent controversés portent sur les volets environnementaux et de gouvernance. Nous apportons un ajout avec l'extrait de codage Nvivo concernant cette partie.

Nom	Fichiers	Références
Autres sujets	2	2
Thématiques Environnementale	15	24
Thématiques Sociale	8	9
Thématiques Gouvernance	14	16

TABLE 5.6 – Les thématiques d'engagement actionnarial évoquées par les investisseurs

Dans le volet environnemental, on retrouve notamment une grande fréquence de participation aux coalitions d'actionnaires et plus particulièrement au groupe *Climate Action 100+*. Nous effectuons une comparaison des sujets de nos entretiens avec les sujets énoncés par Barko et al. (2021) (Cf. Tableau 5.1) dans le tableau suivant. Nous incluons les nombres d'occurrences entre parenthèses.

Environnemental	
Changement climatique	Transition énergétique (4), engagement neutralité carbone, décarbonation Énergie Charbon (3), énergie gaz (2), énergie fossile (3)
Services écosystémiques	Recyclage et de gestion du déchet plastique Gestion de l'eau (2)
Gestion environnementale	Performances environnementales, changement climatique (2), Climat et environnement (5)
Social	
Droits de l'homme et éthique	Droits humains (2) Armement (Convention Ottawa et Oslo) (2)
Normes de travail	Conditions de travail (surtout sur site délocalisé) (2) Égalité Homme/Femmes (3) Travail des enfants Liberté syndicale et politique
Santé publique	Tabac (3) Controverse sur les médicaments (Opioïdes aux États-Unis)
Gouvernance	
Gouvernance d'entreprise	Rémunération du dirigeant (indexation sur performances extra-financière) (7) Composition du CA (diversité et séparation des pouvoirs) (2)
Gestion et rapports	Transparence de l'information environnementale Gestion des risques et crises Responsabilité fiscale

TABLE 5.7 – Les sujets d'engagements des investisseurs en France (sur le modèle de 2021)

4 Levier pour une démarche d'engagement actionnarial réussi

Au cours de nos entretiens, nous avons pu déterminer deux leviers permettant, selon les investisseurs interrogés, de mener à bien un engagement actionnarial. Ces leviers diffèrent des motivations exposées dans l'article (cf. Section 4, 4.2.3) et comprennent :

1. La connaissance du sujet
2. La « force » et la crédibilité

4.1 La connaissance du sujet

La connaissance du sujet permet généralement d'aboutir à des dialogues plus écoutés par les entreprises.

« Quand vous dialoguez avec les sociétés il faut connaître la cible, le secteur, si vous arrivez en demandant à une société de faire évoluer ses pratiques il faut que vous ailliez une connaissance parfaite de la société, de son secteur et de son positionnement pour la challenger » (Entretien 10).

« Il faut aller prendre les rapports des ONG mêmes si on ne partage pas leur conclusion, leur approche en termes d'expertise, il y a souvent beaucoup d'intérêt à aller chercher dans leur rapport » (Entretien 9).

« Il y a des actions quand il y a de la pression des investisseurs. Quand les choses sont assez concrètes, précises et qu'ils n'ont pas d'excuses pour les mettre en place. Alors on voit des progressions » (Entretien 11).

4.2 La « force » et la crédibilité

La « force" de la démarche va reposer sur une multiplicité des acteurs adoptant une démarche et un discours similaire...

« Plus le nombre de remontées est important plus l'entreprise va se dire qu'il y a quelque chose à faire » (Entretien 6).

...mais aussi par le poids dans le capital de l'entreprise :

« La volonté je n'y crois pas du tout, c'est le poids dans le capital qui va jouer » (Entretien 5).
« Avoir une part importante du capital pour peser » (Entretien 6).

C'est dans cette optique que les premiers éléments intégrant l'intérêt des coalitions d'actionnaires émergent :

« S'il y a une coalition d'actionnaires assez importante et qui pèse » (Entretien 7).

La crédibilité, qui peut être liée à la connaissance du sujet, est également avancée comme un élément déterminant dans le succès de l'engagement actionnarial :

« Le côté crédible, sérieux, sur le fond, est-ce qu'on sait de quoi on parle ? Est-ce que notre démarche est crédible ? » (Entretien 9).

Il est également fait mention d'un engagement actionnarial sur le long terme

permettant de gagner en crédibilité :

« La matérialisation de l'engagement se fait sur du long terme et non après deux-trois calls sur l'année » (Entretien 10).

5 Les acteurs

Lorsque nous effectuons un regroupement des acteurs interrogés par la similarité d'encodage et par la similarité de mots, nous aboutissons sur les deux dendrogrammes ci-dessous.

Nous pouvons constater que le regroupement par similarité d'encodage permet d'identifier les deux échantillons (investisseurs et ONG) très clairement. Cette différence s'explique en grande partie par le contenu des entretiens et principalement du guide d'entretien modifié et utilisé pour les ONG.

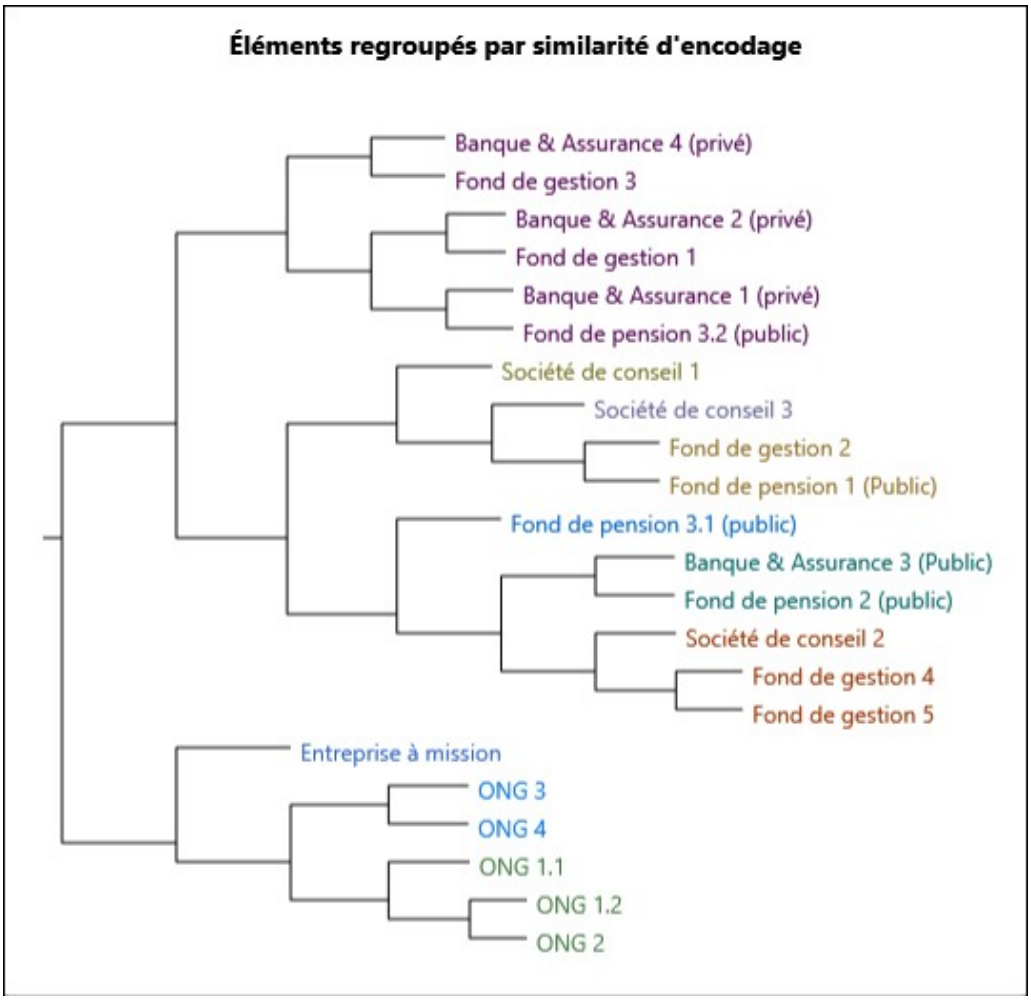


FIGURE 5.3 – Éléments regroupés par similarité d'encodage

On constate un rapprochement dans les noeuds (et donc les discours) des investisseurs publics (bleu/vert) d'une part et des banques et assurances qui se retrouvent toutes groupées (violet) excepté pour la banque publique se regroupant avec les autres acteurs publics. Une société de conseil a un discours différent des deux autres et se rapproche de fonds de gestion ; nous pouvons l'expliquer par le passé du répondant qui a travaillé pendant plusieurs décennies en tant qu'investisseur lui-même, au contraire des autres représentants des sociétés dont l'expertise était historiquement le conseil.

Le deuxième regroupement effectué par similarité de mot permet de voir une proximité forte par catégories :

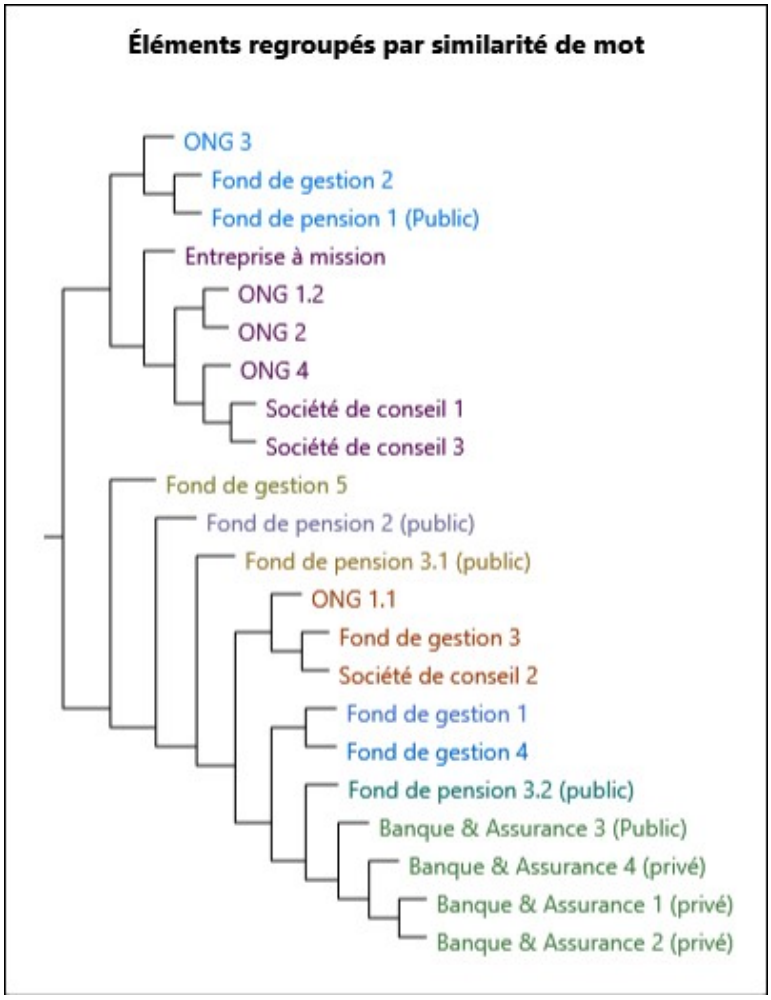


FIGURE 5.4 – Éléments regroupés par similarité de mot

Notamment des banques et assurances et des ONG. Les sociétés de conseil sont également plutôt groupées et se rapprochent en discours des ONG. Cette proximité semble en cohérence avec leur rôle de conseil et non d'actionnaire.

Chapitre 6

Le rôle des organisations non gouvernementales dans la pratique de l'engagement actionnarial en France

[Article 3]

Carol-Anne LOHER-DELALUNE (LEGO) et Pauline BOISSELIER (GRM)

Résumé

Les ONG font souvent la une de l'actualité avec des opérations médiatiques et visuelles à l'encontre de certaines entreprises. À l'heure d'un développement croissant de l'engagement actionnarial (pratique consistant à œuvrer par le biais de plusieurs mécanismes à l'adoption, par les entreprises, de comportements plus respectueux des critères ESG) nous nous sommes interrogées sur leur rôle en France. Après avoir inscrit notre étude dans un double cadre théorique (Théorie néo institutionnelle et des parties prenantes) nous avons, à l'aide d'une étude qualitative, établi le rôle des ONG françaises dans le paysage de l'engagement actionnarial.

Mots clés : Engagement actionnarial, ONG, Gouvernance d'entreprise, théorie néo institutionnelle, théorie des parties prenantes.

Abstract

NGOs often make the headlines with media and visual operations against companies. At a time of growing development of shareholder engagement (the practice of working through several mechanisms to improve companies' environmental, social and governance practices.), we wondered about their part in France. After registering our study in a double theoretical framework (neo-institutional and stakeholder theory) we have, using a qualitative study, established the role of French NGOs in the landscape of shareholder engagement.

Key words : Shareholder engagement, NGO, firm's governance, Neo Institutional theory, Stakeholder theory.

Introduction

« L'affaire du siècle » a, dès 2018, permis de créer un recours en justice inédit en France en faisant condamner l'État pour inaction face aux changements climatiques (Jugements du tribunal administratif du 3 février 2021 [1] et 14 octobre 2021 [2]). Cette « affaire » a été portée par la société civile et particulièrement par quatre associations françaises : Notre affaire à tous, la Fondation pour la nature et l'homme, Greenpeace France et Oxfam France. Cette opération d'envergure a créé un précédent avec une reconnaissance juridique de l'obligation pour l'État d'agir en matière de lutte contre les changements climatiques. La pétition de soutien a recueilli près de deux millions de signataires citoyens en décembre 2018.

Cet engouement est en cohérence avec un sondage mené en septembre de la même année par Eurosif (Organisation européenne à but non lucratif pour la promotion de l'investissement socialement responsable (ISR) et l'intégration des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) révélant l'importance pour 63% des Français d'intégrer les questions sociales et environnementales dans leurs investissements.

Lorsque le XXe congrès du RIODD ouvre son appel à communications par la citation suivante : « *La question de la soutenabilité n'est pas simple à traiter, car nous faisons face à un double péril : l'exploitation abusive des ressources naturelles met en danger l'équilibre du climat et de la biodiversité, et les inégalités croissantes condamnent notre capacité à faire société* ». (Eynaud et Filho, 2019), nous pensons immédiatement au rôle, déterminant, de l'action collective des Organisations Non Gouvernementales (ONG) dans le succès de l'affaire du siècle.

Quelques semaines après la publication du troisième rapport du Groupe d'experts Intergouvernemental sur l'Évolution du Climat (GIEC), à la fois si alarmant et si porteur d'espoir dès lors qu'un changement profond et multi industrie serait mis en place, nous nous sommes interrogées sur la place des ONG dans cette aide à la transition et notamment l'engagement actionnarial qu'elles mènent auprès des entreprises. L'urgence de la transition climatique n'est plus à prouver, néanmoins

1. paris.tribunal-administratif.fr/Actualites-du-Tribunal/Espace-presse/L-affaire-du-siecle
Consultation actualisée en date du 29/10/2022

2. paris.tribunal-administratif.fr/Actualites-du-Tribunal/Espace-presse/L-Affaire-du-Siecle-l-Etat-devra-reparer-le-prejudice-ecologique-dont-il-est-responsable
Consultation actualisée en date du 29/10/2022

le processus de cette transition passe nécessairement par une diversité d'acteurs et c'est cela que nous avons retrouvé dans le processus d'engagement actionnarial.

Selon Novethic (média de référence concernant l'économie responsable), l'engagement (ou activisme) actionnarial désigne toutes prises de position sur des enjeux ESG afin d'exiger une amélioration des pratiques par les entreprises visées. En France, une dizaine de sociétés auraient été la cible de fonds activistes lors de campagnes publiques sur l'année 2017 [3]). Ce chiffre est en hausse d'environ +20% par an entre 2014 et 2017.

Au vu des éléments précédemment énoncés, nous avons voulu nous interroger sur la question suivante :

Quelle est la contribution des organisations non gouvernementales françaises à l'engagement actionnarial ?

La première partie a pour objectif de redéfinir l'engagement actionnarial et notamment de proposer un état des lieux de celui-ci en France. La seconde partie se concentre sur les théories permettant de justifiant l'intervention des ONG dans ce contexte. Puis, une troisième partie présente la méthodologie utilisée ; une étude qualitative à base d'entretiens semi-directifs auprès d'ONG françaises, ainsi que les résultats. Enfin, dans la quatrième partie nous discuterons nos résultats et proposerons des perspectives de recherches futures.

3. Rapport Novethic : Engagement actionnarial : Les investisseurs responsables face aux dilemmes des AG 2020. Juillet 2020, dernière consultation le 16/05/2022

Section 1 La pratique de l'engagement actionnarial en France : État des lieux.

La distinction opérante entre l'activisme actionnarial et l'engagement actionnarial, objet de multiples travaux depuis les années 60, aussi bien en France qu'à l'international, tient dans l'intégration, plus récente, de préoccupations extra-financières.

Plusieurs auteurs ont proposé des définitions de l'activisme actionnarial. Selon Girard (2004), « *l'activisme actionnarial serait un mécanisme alternatif de contrôle qui contraint la coalition de contrôle à améliorer les mécanismes de gouvernement des entreprises* ». Selon Ben Arfa et Labaronne (2016), « *L'activisme actionnarial est un processus de contestation long et complexe, formé par des activités d'influence plus ou moins hostiles, initiées par un, voire plusieurs actionnaires minoritaires dans le but de créer de la valeur ajoutée pour les actionnaires.* ». La définition de Girard est plus générale que celle de Ben Arfa qui se place dans le cas des hedge funds (activisme agressif, hostile au management). L'activisme peut être un dialogue entre actionnaire et dirigeant. La définition de Ben Arfa est plus précise dans la notion de complexité, de temporalité ou encore de la finalité recherchée « créer de la valeur ajoutée ».
L'engagement pouvant être défini comme « *le fait pour un actionnaire d'intervenir dans les assemblées générales pour interpeller les dirigeants sur les pratiques peu transparentes ou éthiquement contestables des entreprises qu'ils financent. Ainsi, les actionnaires peuvent pousser les entreprises à améliorer leurs pratiques dans le domaine Environnemental, Social et de Gouvernance.* » (Source : Novethic)

Si l'on se concentre sur le cas de la France, l'activisme actionnarial a un développement tardif lié l'interventionnisme fort de l'État en matière d'allocations de crédits et subventions aux entreprises. Ce n'est qu'en 1984, avec l'adoption de la loi bancaire, que le financement par le marché est favorisé par rapport à l'ancien système de financement bancaire. Dans la suite de cette loi, bon nombre de mesures prises par le gouvernement français vont contribuer à l'essor de cette ouverture aux marchés et aux actionnaires (notamment les privatisations massives des entreprises publiques). En France, l'apparition de l'activisme actionnarial institutionnel n'intervient alors qu'au milieu des années 90 avec la création d'agences de conseil de vote françaises tel que Proxinvest (Société de conseil et d'analyse financière créée en 1995).

Les évolutions récentes de l'activisme actionnarial en France conduisent à une institutionnalisation des groupements d'actionnaires souhaitant exercer leur pouvoir et influencer les décisions des dirigeants. C'est ce que le journal Les Échos a qualifié de « professionnalisation » [4] . L'apparition d'une forme forte et organisée d'activisme a bouleversé les relations inter-organisationnelles. Néanmoins, cette progression semble ralentie en France par l'effet d'une législation encore peu favorable (en comparaison au contexte Anglo-saxons) aux actionnaires. En effet, outre un appui gouvernemental en faveur des entreprises, l'exemple du seuil de dépôt de résolution élevé (obligation de détenir 5% du capital social en France contre 2000 dollars de titre ou 1% du capital aux États-Unis par exemple) est propre à freiner l'émergence des voix des actionnaires. Par nécessité, afin de gagner en poids et en crédibilité, ceux-ci n'ont d'autres solutions que de s'allier sous la forme de coalition d'actionnaires, mais aussi d'obtenir le soutien de société de conseils, associations et ONG.

L'activisme peut prendre plusieurs formes selon un rapport d'Amundi (Société française de gestion d'actifs, *leader* en Europe) de 2018 : voter, dialoguer, exprimer publiquement son désaccord, proposer des résolutions, lancer une prise de contrôle. Il est évident que ces processus peuvent être couplés et menés de front lors d'une même campagne. Hirschman (1970) définit l'idée des trois possibilités pour un actionnaire : vendre, parler ou se taire ; « *Exit, Voice and Loyalty* ». La voix est, en effet, exprimée lors des AG par les questions posées au dirigeant et par l'exercice de son droit de vote, tandis que les deux autres options sont plus silencieuses, l'une consistant à montrer son mécontentement par son retrait du capital et l'autre par son inaction pouvant être vue comme une preuve de loyauté et de satisfaction.

Concernant l'engagement actionnarial, Déjean (2004) met en évidence un développement à partir des années 90 en France. L'engagement actionnarial est à la fois une question d'action collective, avec une croissance forte des coalitions d'actionnaires, et un dispositif disciplinaire qui renforcent la fonction et le rôle de l'actionnaire, notamment en matière de transparence et de communication extra financière (Serret et Loher-Delalune, 2021). En 2017, les actionnaires d'Exxon Mobil ont ainsi pu jouer ce rôle disciplinaire en déposant une résolution (adoptée lors de l'AG) imposant une meilleure divulgation d'information extra-financière et particulièrement en matière environnementale.

4. Les Échos, l'activisme actionnarial se professionnalise, Stéphane Le Page, 30/04/2008, dernière consultation le 10/04/2020

Il a été démontré que parmi les différents modes d'action à disposition des actionnaires, l'engagement actionnarial passait principalement par un dialogue « *behind the scenes* ». Les principaux freins à la pratique de l'engagement actionnarial ont été identifiés comme étant des freins financiers et culturels, l'apport des sociétés de conseils étant souvent perçu comme limité du fait d'une trop grande standardisation. L'apport législatif est mis en avant comme étant à la fois le principal levier d'action et une contrainte de par les seuils de dépôt de résolutions élevés pour les actionnaires (Serret et Loher-Delalune, 2021).

Section 2 Les théories explicatives du phénomène d'engagement actionnarial

Deux théories sont venues appuyer notre interrogation concernant l'intervention des ONG dans le paysage de l'engagement actionnarial. Tout d'abord, nous avons constaté que les ONG constituaient une partie prenante de la société et de l'économie française (2.1). Enfin, nous avons identifié le rôle des ONG comme étant non négligeable dans les changements isomorphiques de comportement des entreprises et actionnaires (2.2).

1 Les organisations non gouvernementales véritables parties prenantes de l'engagement actionnarial

La théorie des parties prenantes tend aujourd'hui à s'imposer comme référence dans les discours et au travers des politiques de responsabilité sociale des entreprises (Damak et Pesqueux, 2003). Si l'on se réfère à la définition donnée par Freeman (1984), la partie prenante désigne « *tout groupe d'individus ou tout individu qui peut affecter ou être affecté par la réalisation des objectifs organisationnels ».* Ainsi, l'actionnaire entre bien dans cette définition en raison de son pouvoir de vote pour le « peut affecter » et de son droit aux dividendes pour « être affecté ». Les ONG entrent également dans cette définition puisqu'elles peuvent affecter la réalisation d'objectifs organisationnels par leurs actions médiatiques ou judiciaires.

Il existe de nombreuses classifications ou typologies des parties prenantes décrites notamment dans la revue de la littérature sur ce sujet réalisée par Mullenbach (2007). Ainsi on peut, en utilisant les classifications énoncées dans cet article, catégoriser

les actionnaires comme étant une partie prenante « en attente » et « dominante ». En effet, les actionnaires disposent d'un pouvoir légitime leur permettant d'exercer une influence certaine sur l'entreprise. (Mitchell et al., 1997). Au sens de Martinet (1984), les actionnaires seraient des parties externes tandis que le CA et le conseil de surveillance seraient des parties prenantes ubiquistes. Enfin, Clarkson (1995) exprime l'idée que les actionnaires seraient des parties prenantes primaires dont l'entreprise ne peut se passer pour son fonctionnement.

La théorie des parties prenantes vient prendre appui sur la théorie de la firme (Coase, 1937) afin de la compléter en intégrant son environnement pour dépasser la vision actionnariale et économique classique (Mullenbach, 2007). Les ONG sont ainsi intégrées en tant qu'environnement direct et influant, par le biais de plusieurs actions que nous pouvons citer en tant qu'exemples :

— Actions de recherches : la plateforme Océan et Climat qui travaillent avec de nombreux centres de recherche dont le Centre National de la Recherche Scientifique (CNRS) ;
— Publications : Reclaim Finance publie des rapports sur le secteur financier et l'impact climat ;
— Campagnes citoyennes : l'ONG Care a lancé une campagne solidaire pour soutenir la population ukrainienne ;
— Intervention médiatique : l'intervention de Greenpeace à l'AG de Total en 2018 ;
— Action en justice : l'affaire du siècle précédemment évoqué.

M. Bloomberg, président de la *Task Force on climate-related* (TCFD) énonce lui-même s'appuyer, en 2016, sur les travaux d'ONG dans la rédaction des recommandations du groupe de travail : « *Pour cela le Groupe de Travail s'appuie sur le travail accompli par les régulateurs, les gouvernements ainsi que les ONG...* » (Témoignage pour le FIR [5]).

Gond et Mercier (2005a) et Mullenbach (2007) font une critique de la théorie des parties prenantes la jugeant trop imprécise sur la nature de la responsabilité et sur le fait que les droits des actionnaires y sont ignorés. Ainsi, nous gardons cet ancrage théorique pour la partie édictant la nécessité de prendre en compte les parties prenantes pour une aboutir sur une situation dite de « *Win-win* » en permettant aux organisations d'éviter de se voir imposer des solutions législatives coûteuses et

5. Cahier du FIR : Démarche ESG-Climat, du reporting à la stratégie, un outil pour mieux investir, Septembre 2016, dernière consultation le 16/05/2022.

qui nuisent à la liberté du rôle managérial (Freeman, 1984).

2 L'apport et l'influence des organisations non gouvernementales dans les changements isomorphiques.

En tant que réelle partie prenante de l'engagement actionnarial, les ONG jouent un rôle et un ont pouvoir dans les changements des organisations, mais lequel ? Deux sociologues américains, DiMaggio et Powell (1983) théorisent une approche dans laquelle les organisations tendraient à adopter des pratiques, par une possibilité de processus dit « changement isomorphique » au nombre de trois :

— **Un processus coercitif** : il découlerait de l'adoption des normes et pratiques contraintes de façon légale et engendrant des sanctions en cas de non-respect. Nous le verrons par la suite, mais les ONG sont très actives dans l'adoption de loi contraignante en termes de climat, financement et de diffusion d'informations extra-financière ;

— **Un processus normatif** : il engendre une modification des comportements par le fait des normes de la branche professionnelle ou du contexte, basé sur l'éducation des personnes physiques. La préconisation par des ONG de bonnes pratiques et leur rôle pédagogique à l'attention des investisseurs, des entreprises et du public permettent aux ONG de se positionner comme un acteur légitime au cœur de ce processus ;

— **Un processus de mimétisme** : il s'agit ici, comme son nom l'indique, d'agir par effet d'imitation en incorporant à l'organisation des pratiques jugées « *successful* ». Encore une fois les ONG françaises étant souvent des branches d'ONG internationales, vont jouer un rôle dans l'apport d'exemples et de modèles étrangers.

Il est évident que ces trois processus bien que pouvant se retrouver de façon unique peuvent également être complémentaires au sein d'une même organisation.
Au sein des entreprises ayant pris des décisions à vocation sociétale sur la dernière décennie, on retrouve bien au moins un des trois processus. Dans le processus coercitif, nous pouvons citer l'obligation d'établissements des bilans sociaux (obligatoire dans les entreprises de plus de 300 salariés), mais aussi l'article 173-6 de la loi relative à la transition énergétique pour la croissance verte (Loi TECV) concernant l'intégration des critères ESG dans le reporting des entreprises. En processus normatif, nous constatons l'apparition quasi systématique

de modules autour du développement durable, dès le lycée et de façon croissante en études universitaires, l'organisation de conférences sur la finance verte et sociale également. Les actions de sensibilisation, la présentation d'initiatives à dimension environnementale sont aisément relayées par les médias. Le processus de mimétisme est plus difficile à évaluer, mais reste intuitif.

Cette théorie permet de justifier l'adoption par les organisations d'un comportement mimétique (Cundill et al., 2018). Elle nous éclaire aussi sur l'importance du processus coercitif face aux évolutions institutionnelles et leurs conséquences possibles sur les comportements des entreprises (2018).

Section 3 Recherche

1 Méthodologie de la recherche et étude de cas

Afin de répondre à notre problématique, une étude exploratoire basée sur des entretiens semi-directs nous a semblé le plus appropriée. En effet l'entretien semi-directif, bien que pouvant présenter des réserves ou occultations volontaires de discours, permet la spontanéité des réponses lors de l'échange autour de thèmes proposés par le chercheur. L'entretien autorise l'interlocuteur à s'exprimer librement et à aborder les thèmes de son propre choix (richesse du contenu). Cette méthodologie permet également une grande flexibilité ; en effet de nouvelles problématiques émergentes peuvent être intégrées au fil des entretiens. Enfin, il permet une mise en confiance propre à récolter des informations sur des sujets confidentiels (Gavard-Perret et al., 2012). La recherche qualitative exploratoire est caractérisée par « *des échantillons de taille réduite qui n'ont aucun objectif de représentativité au sens statistique du terme, mais qui répondent à des critères de pertinence de la structure de la population étudiée compte tenu du problème spécifique de l'étude* » (Evrard et al., 2009).

Dans le cadre de notre recherche, nous avons ciblé six organisations et nous avons pu nous entretenir avec quatre d'entre elles (durant cinq entretiens d'une durée moyenne de 32 minutes). Nous avons pu interroger la moitié des ONG ayant porté « l'affaire pour tous » et une des ONG interrogées est dans le top dix des ONG les plus puissantes au monde selon le classement *NGO advisor* en 2018. Ce sont toutes des structures engagées sur des problématiques liées à l'environnement. En

effet, au cours des entretiens, nous avons pu établir un lien fort entre les Amis de la terre et Oxfam France qui travaillent de concert avec Reclaim Finance. Bien qu'étant une très jeune association, ReclaimFinance est déjà identifiée comme experte, étant la seule ONG actuellement en France dont les travaux portent exclusivement sur les sujets de finance et du climat.

L'étude de cas est de petite taille, mais représentative des organisations engagées en France. Les ONG se décrivent comme étant de petites structures, comportant un très petit nombre de salariés, moins de quinze. Elles remplissent diverses missions : sensibiliser la population et les entreprises, interpeller l'État et mener des campagnes auprès des décideurs politiques, plaidoyer et préparer des résolutions dans les AG, responsabiliser ceux qui détiennent le pouvoir, améliorer la prise en compte des enjeux environnementaux et climatiques dans l'activité des institutions financières, identifier les leviers d'actions, produire des études sur l'impact de différents secteurs d'activités.

Code	Nom organisme	Durée entretiens (en minutes)	Date de création de l'ONG
ONG 1.1	Les amis de la terre	23	1970
ONG 1.2	Les amis de la terre	26	1970
ONG 2	Reclaim Finance	35	2020
ONG 3	Fondation pour la Nature et l'Homme	38	1996
ONG 4	Oxfam	37	1988

TABLE 6.1 – Échantillon des ONG répondantes

Les entretiens ont tous fait l'objet d'une retranscription afin de pouvoir conduire une analyse de contenu thématique à l'aide du logiciel Nvivo12. L'analyse de contenu thématique repose sur le postulat, que la répétition d'unités d'analyse de discours (mots, phrases, paragraphes...) révèle les préoccupations des auteurs du discours. Elle ne doit cependant pas se limiter à une itération, mais consister en un classement manuel du contenu en catégories. Les catégories doivent être établies en tenant compte des critères d'exhaustivité, d'exclusivité, d'objectivité et de pertinence (Gavard-Perret et al., 2012).

Dans cette étude, l'analyse du contenu a été réalisée à quatre mains et a permis d'aboutir au classement de 24 thèmes. Seuls les thèmes les plus pertinents ont été présentés dans les résultats qui suivent.

2 La participation des organisations non gouvernementales à l'écosystème de l'engagement actionnarial en France

Il est difficile pour la plupart des acteurs de définir s'ils pratiquent l'engagement actionnarial. À la demande de nos interviewés, nous ne pouvons pas dire s'ils possèdent ou non des actions, en revanche, ils ne se définissent jamais en tant qu'actionnaires d'une entreprise. En ce sens, ils ne se considèrent pas être des acteurs de l'engagement actionnarial. « *Nous on n'est pas actionnaire, donc nous on n'est pas des acteurs de l'engagement actionnarial. On mène des campagnes auprès des acteurs financiers pour qu'ils changent leurs pratiques et notamment l'engagement actionnarial est un des leviers qu'eux, ils identifient et donc on tente de les influencer dans ce qu'ils mettent derrière cet engagement actionnarial, pour que ce soit pas complètement vide de sens et inefficace* ». Cette difficulté d'identification a pour origine principale l'image que portent les ONG sur elles-mêmes (3.2.1), néanmoins le discours des acteurs nous permet de déterminer des parallèles avec les acteurs de l'engagement actionnarial « traditionnels » (3.2.2)

2.1 Une difficulté de positionnements des organisations non gouvernementales en acteur de l'engagement actionnarial aux origines multiples

Au cours de nos entretiens nous avons constaté une multi difficulté de la part des ONG à se positionner comme acteur de l'engagement actionnarial. Cette difficulté à plusieurs origines : un identité jugée parfois incompatible (2.1.1), des sources de financements jugés incompatibles avec cette pratique (2.1.2), une quasi impossibilité de communication sur le sujet (2.1.3) allant à l'encontre du but premier de l'ONG ainsi qu'une vision souvent erronée ou trop restrictive de ce qu'est l'engagement actionnarial (2.1.4).

2.1.1 L'identité

Les ONG travaillent étroitement avec les entreprises, certaines détiennent même des parts de capital dans le cadre de leurs actions dans un but d'accès à l'information. Pour autant, pour plusieurs d'entre elles, il était important de réaffirmer l'identité de l'ONG comme étant une structure associative et non une entreprise. « *Notre*

but c'est d'influencer les décideurs politiques pas d'acheter des actions et de jouer d'une certaine façon le jeu du capitalisme. » ; « *Parce qu'on est une ONG, ce n'est pas du tout notre rôle d'être actionnaire d'entreprise. Nous, notre rôle, c'est de faire évoluer les politiques publiques et des pratiques des dirigeants et des entreprises. Donc si on voulait être actionnaire, on ferait un autre métier* ». Elles répondent à un besoin d'intérêt général et non aux besoins de l'entreprise : « *Alors oui, d'abord on ne répond pas aux besoins de l'entreprise, on répond à des besoins d'intérêt général, alors c'est important parce qu'on n'est pas un cabinet de Conseil* ». Certaines vont aller plus loin et se sentent appartenir à un courant politique ou vont se caractériser comme ayant des approches radicales. D'autres vont souligner l'importance de la non-lucrativité associée aux associations, de l'importance de ce statut et la nécessité d'une indépendance financière vis-à-vis des acteurs financiers.

2.1.2 Le financement

Cette difficulté à pratiquer l'engagement actionnarial vient également de leur source de financement. La plus grande part des financements des ONG proviennent de dons « *Il y a une part très marginale et symbolique de dons* » ; « *on vit des dons des individus* », d'adhésions ou de financements privés sur appels à projets « *On est largement financé par des fondations éthiques* ». Certaines ont recours au mécénat, d'autres à des fondations privées étrangères. Les financements publics sont quasiment inexistants. Elles ne peuvent financer que très peu de salariés et doivent opérer des choix dans leurs actions. Certaines choisissent de refuser des financements, notamment ceux de certaines fondations privées, par exemple des fondations bancaires, pour éviter les éventuels conflits d'intérêts.

2.1.3 La communication

La difficulté d'identifier des ONG pratiquant l'engagement actionnarial a été expliquée lors de nos interviews. Les ONG communiquent peu sur l'engagement actionnarial et notamment la prise d'actions pour s'insérer dans les différentes AG. Ainsi, il est difficile de réellement évaluer le nombre d'ONG ayant ces pratiques. « *Je ne suis pas sûre qu'il y en a peu qui le fasse je pense qu'il y en a plus qu'on le croit et qu'elles ne communiquent pas dessus* ».

Outre les raisons précédentes liées à l'identité et au financement, la raison principale de cette absence de communication vient de la difficulté du message à faire passer à ceux qui soutiennent l'ONG : « *Si vous voulez expliquer qu'on est actionnaire parce que machin, etc., mais qu'en même temps il ne faut pas acheter d'actions dans sa boîte, mais nous on l'a fait parce que ça nous permet de faire bouger les choses en interne, ça commence à devenir un peu complexe en termes de message* ». Une deuxième raison serait de ne pas exposer la stratégie au grand public et donc aux entreprises qui en sont la cible.
L'engagement actionnarial apparaît comme plus efficace s'il provient directement des investisseurs «*Je pense qu'il y a une partie de, d'avoir l'impression de faire quelque chose de subversif en faisant ça et que donc le moins on communique, moins on expose notre stratégie au grand public et donc aux entreprises qui en sont la cible* ». En revanche, les ONG vont communiquer sur leur présence dans les AG, le déploiement de banderoles par exemple ou le fait qu'elles ont travaillé pendant plusieurs mois en négociant auprès de petits porteurs le dépôt d'une résolution.

2.1.4 Vision de l'engagement actionnarial

Le dernier frein que peuvent avoir les ONG à s'identifier comme acteur de l'engagement actionnarial provient de la vision qu'elles ont de ce mécanisme.
Pour certaines ONG, l'engagement en actionnarial se traduit de la manière suivante : « *Donc le sujet de l'engagement actionnarial ; nous nos demandes, vis-à-vis des acteurs financiers, elles sont assez précises et définies : la première priorité qu'on identifie aujourd'hui, c'est qu'ils arrêtent de soutenir toute expansion des énergies fossiles. [. . .] Et donc ce qu'on dit aux acteurs financiers, c'est de manière ultime, toute entreprise qui continue à investir dans le développement de ressources pétrolières et gazières, elles doivent être virées donc c'est beaucoup plus des demandes en termes d'exclusion et de désinvestissement* ». L'engagement actionnarial est ainsi associé à des politiques d'exclusion, il faut une stratégie progressive qui permet d'arriver au désinvestissement de certains projets.

L'engagement actionnarial impliquerait également un rapport de force, « *si on veut faire changer la pratique d'un acteur qui est à côté de nous, il faut qu'il y ait un rapport de force. Donc comme nous, ONG quand on parle à BNP Paribas, on sait que y'a pas de rapport de force, si on ne les "embête pas", en fait ils ne vont pas nous écouter. [. . .] Par exemple en tant qu'actionnaire*

s'il n'y a pas un véritable rapport de force qui est créé vis-à-vis de l'entreprise et aussi du coup derrière une volonté de créer ce rapport de force, ça marche pas ».

Enfin l'engagement actionnarial représente un mode d'action qui demande moyens et compétences. « *Un mode d'action qui était de dire, je vais creuser complètement une entreprise jusqu'à aller dans son CA pour pouvoir l'interpeller* ». Elle représente donc une méthode qui consiste à s'intéresser à une unique entreprise, construire un réseau au sein de celle-ci pour accéder à des informations et influencer certains acteurs. L'ONG peut être amenée à détenir une seule action de l'entreprise cible, mais ce n'est pas obligatoire, elle peut simplement rechercher à influencer les actionnaires. Cela ne se fait pas dans une logique d'engagement actionnarial et donc de pouvoir directement influencer l'entreprise. « *On possède une action chez chacune de nos cibles, mais juste une action. Donc ce n'est pas pour influencer l'entreprise. C'est pour pouvoir assister à l'AG, déposer des actions auprès des boards, du CA, etc. Mais c'est beaucoup plus du plaidoyer et de la communication que de l'engagement actionnarial, en tant que en tant que tel quoi* ».

2.2 Une pratique de l'engagement actionnarial à la fois différente et similaire aux autres acteurs «traditionnels»

Malgré leurs difficultés de positionnement et la vision de leur rôle parfois ambigu, nous constatons une similarité dans le comportement des ONG avec les acteurs plus « traditionnels » de l'engagement actionnarial type investisseurs institutionnels. C'est ainsi que le dialogue va tenir une place centrale, que les ONG vont travailler en réseau (rappelant les coalitions d'actionnaires), avoir des cibles et être en mesure de juger de l'impact.

2.2.1 Les pratiques des organisations non gouvernementales

En fonction de l'enjeu et selon les pratiques des ONG, le dialogue occupe une place centrale. Toutes les mesures n'ont pas pour finalité d'aboutir à l'exclusion. En effet dans certaines situations, le dialogue est privilégié pour accompagner le changement, c'est aussi un gage de crédibilité, même si des mesures paraissent idéales, il faut des propositions qui restent réalistes pour que l'entreprise puisse

se les approprier et les appliquer. Cette approche va impliquer des modes d'action différents. On trouve par exemple la production d'études publiques sur un sujet donné, financé par des entreprises, sans pour autant être adossé à du conseil. Cette relation est décrite comme partenariale. Ces études permettent par exemple de « *présenter des informations sur l'état des investissements, des banques ou des financements des banques dans les énergies fossiles renouvelables ou dans des secteurs carbonés ou de leur empreinte carbone. Il y a toute une partie d'expertise et de recherche aussi afin d'identifier derrière quelle est la raison de l'empreinte carbone de ses banques.* »

Il y a également un mode d'action qui consiste à faire du lobbying auprès des politiques publics, mais aussi des entreprises. Si ces actions ne fonctionnent pas, il est possible d'avoir recours à la sensibilisation et l'utilisation des médias, pour faire pression, parfois dénoncer et toucher le grand public, « *C'est le risque de réputation* ». Enfin, en dernier recours, les ONG peuvent appeler à la mobilisation citoyenne pour exercer une pression supplémentaire.

L'engagement actionnarial poursuit deux finalités : changer le comportement des entreprises et agir sur la législation. Ces deux finalités sont complémentaires et s'influencent elles-mêmes. « *On croit plus à ce levier-là effectivement qu'a l'autorégulation parce que le rôle fondamental des acteurs privés c'est la rentabilité et donc ce n'est pas des objectifs sociaux, environnementaux. Donc c'est à l'Etat d'être l'arbitre et le gendarme des règles économiques et de la rentabilité que peut exercer la croissance, que peuvent exercer ces acteurs privés notamment les acteurs financiers en fonction d'un plancher social et de limites planétaires.* »

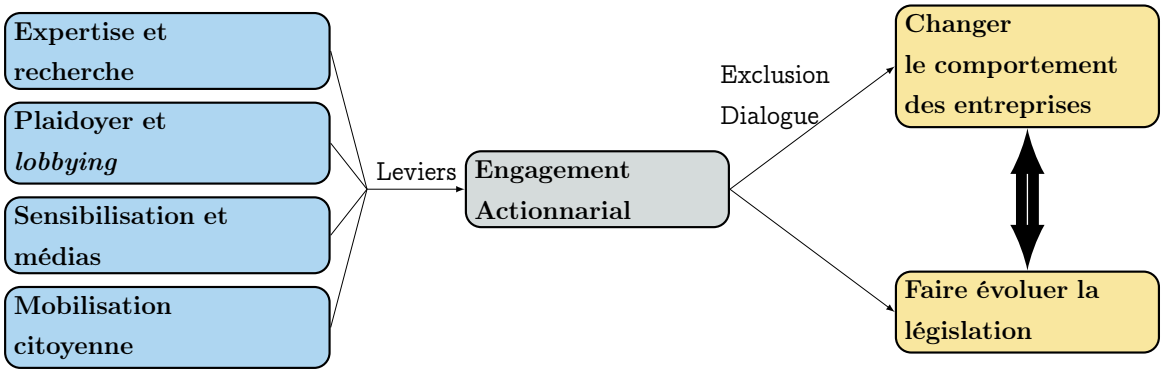


FIGURE 6.1 – Apport des ONG à la pratique de l'engagement actionnariale en France et résultat.

En définitive, l'engagement actionnarial au sens strict est peu pratiqué. C'est un mode d'action qui est accompagné par d'autres stratégies qui lui permettent de gagner en efficacité : l'exclusion (une stratégie d'ISR, mais pas d'engagement actionnarial), le dialogue (mais majoritairement sans achat d'actif financier donc non actionnarial) et la législation. On observe ainsi plusieurs façons de s'engager auprès des entreprises. L'une va être de développer une relation partenariale et l'autre va être plus proche du processus normatif avec la mise à disposition d'outils (recherches, expertises, accompagnements, conseils...), règles et principes visant à orienter le comportement des cibles et indispensables à la pratique d'un engagement actionnarial efficace.

2.2.2 Le réseau

Les ONG interagissent avec différents acteurs dans le cadre de leurs missions, on retrouve les citoyens, les autres associations, les entreprises et l'État. Les citoyens se saisissent de plus en plus eux-mêmes des problématiques liées à l'environnement et peuvent saisir directement les ONG pour qu'elles ciblent une banque, une entreprise ou une action spécifique.

Les ONG et associations travaillent en réseau sur des enjeux et problématiques communs. Certaines appartiennent à des fédérations, des groupes nationaux, eux-mêmes dans des groupes internationaux. Elles peuvent également avoir des groupes qui sont affiliés à elles, chacune à sa propre stratégie tout en ayant les mêmes préoccupations. Elles travaillent également avec des fonds militants. Les ONG mutualisent leurs moyens en partageant leurs analyses et critiques sur les entreprises. De plus, en fonction de leur position vis-à-vis des entreprises, elles n'ont pas toutes tissé le même relationnel et ne peuvent pas agir de la même façon. Enfin, les ONG ont peu de salariés et parfois une seule personne travaille sur certaines thématiques, « *il faut choisir ses combats* ».

Que ce soit dans le cadre d'une relation partenariale ou d'une relation basée sur une approche normative, les ONG interagissent directement avec les entreprises et vont toutes rechercher le dialogue. Certaines vont travailler sur la base de mécénat, mais elles ne sont pas au service de l'entreprise. « *Les formes de travail que l'on, que l'on entretient avec les entreprises, c'est un vrai dialogue, c'est-à-dire sur la base de mécénats et du coup de travail sur leur, leur, sur leur activité, mais on le fait pas à leur insu* ». Le rapport qu'elles entretiennent doit permettre d'inciter

l'entreprise à opérer des changements, qu'elles peuvent ensuite inscrire dans leur démarche RSE sans pour autant les accompagner dans leur stratégie RSE. C'est une approche qui est décrite comme pédagogique, l'idée est d'obtenir une mobilisation globale, y compris de la part des salariés. Le seul moyen de pression qu'elles ont, c'est la communication, mais dans le cadre d'une relation partenariale elles ne vont pas faire de la dénonciation de personnes ou d'entreprises. « *Quand on rentre dans un truc de partenariat, on fait pas de la dénonciation. En tout cas, nous on travaille pas sur de la dénonciation de personnes ou d'entreprises. On travaille sur la dénonciation de modèles économiques. D'accord, ça c'est clair, on travaille sur des dénonciations publiques de tels types d'engagement de l'État ou autre* ». D'autres vont se concentrer sur l'image renvoyée par l'entreprise et ne vont pas hésiter à être publiquement critiques vis-à-vis de leurs actions. *« Les acteurs savent qu'on va pas leur taper systématiquement dessus, quoi qu'il fasse, sur tous les sujets et toujours en demander plus ils savent en même temps par contre qu'on va être très critique et aussi qu'on a des réseaux dans les autres associations si jamais ils font pas les choses bien. On est très attentif à toujours préserver un espace de dialogue avec eux donc ça pour l'engagement national c'est absolument clé parce qu'on a des acteurs qui sont très très apeurés des risques réputationnels, des enjeux d'images associées à leur action ou à leur absence d'action, donc on a vraiment besoin de maintenir ce dialogue et je pense qu'on est les seuls positionnés pour le faire en France actuellement* ».

Concernant leur relation avec l'État, même si certaines obtiennent des subventions publiques, elles ne sont jamais guidées par les résultats et formulent les critiques qui sont nécessaires. Elles se sont données pour rôle de vérifier que l'État respecte ses engagements climatiques. Les ONG attendent également de l'État qu'il définisse des règles, mette en place des interdictions et menacent de sanctions *« C'est l'État qui doit définir les règles du jeu et qui doit interdire de fait sous peine de sanctions financières ce genre de pratique* ».

2.2.3 La cible

Ce sont essentiellement les ONG qui vont à la rencontre des entreprises, peu importe le mode d'action, en revanche le type d'entreprise va être différent en fonction de celui-ci.

Dans le cadre d'une relation partenariale, le contact a lieu par le biais de réseaux, grâce à des fichiers, des événements. Ces entreprises-là sont connues pour financer des études. Certaines entreprises vont d'elles-mêmes contacter l'ONG pour participer à une étude.

Pour les ONG ayant une relation avec une approche normative avec les entreprises, celles-ci ciblent les entreprises en fonction des investissements qu'elles réalisent. Parmi les cibles principales, on retrouve les banques, les assurances et les entreprises du CAC40. « *On se concentre surtout sur les banques, sur leur portefeuille de crédits d'investissement, mais oui les banques. Auprès des entreprises aussi bien sûr, surtout les entreprises du CAC40* ». La cible va également dépendre des données que l'ONG récupère à propos de celle-ci : des écarts de salaires importants, le montant des dividendes, la mauvaise répartition de la valeur, des informations qui montrent une certaine inégalité. Les éléments ciblés vont dépendre de domaine d'expertise de l'ONG ainsi que de l'accueil que l'entreprise va donner à l'ONG.

Lorsqu'il s'agit de l'État, plusieurs types de financements sont surveillés, par exemple, des subventions des ministères accordées à des agences spécialisées, des garanties à l'export ou de crédit que l'État peut accorder à des entreprises privées qui utilisent de nombreuses énergies fossiles ou ont des pratiques néfastes vis-à-vis de l'environnement.

Une fois la cible décidée, les ONG vont adopter une stratégie personnalisée : « *Une fois qu'on a décidé ça, c'est-à-dire quelle banque, quel type de projet, on élabore une stratégie qui dépend de la banque, de son exposition publique, qui dépend de sa réputation, qui dépend du type d'investissement qu'elle a et donc peut faire partie de ces stratégies d'activisme actionnarial* ».

Au sein des banques et entreprises, les ONG ciblent directement les investisseurs, les gestionnaires et détenteurs d'actifs, ils sont de profils variés et l'ONG va essayer de déterminer quels sont les acteurs les plus à même d'être influencés dans un premier temps.

2.2.4 L'impact

Comme évoqué précédemment, l'achat d'actif financier et le travail mené auprès des actionnaires, demandent des moyens importants, que ce soit en termes de temps et de personnes investies qu'en terme de financement. Certains interviewés, d'ONG différentes, nous ont confié que c'était une stratégie en laquelle ils ne croyaient pas personnellement. Ils n'estiment pas arriver à convaincre une majorité suffisante pour avoir « *un vrai poids* ». La négociation ne se fait pas sur des valeurs, mais sur des intérêts : « *Je ne pense pas que vous créez une coalition majoritaire parmi les actionnaires avec de bons sentiments donc faudrait, on y arrivera si un jour on arrive à démontrer que, peut-être ça ne saurait tarder, mais il sera sans doute trop tard de démontrer que s'entêter dans le développement des énergies fossiles va à terme faire s'effondrer totalement l'entreprise et que donc du coup elle a intérêt à passer sur un modèle radicalement différent, mais aujourd'hui les gens n'y croient pas. Les actionnaires n'y croient pas* ». On note également la difficulté de négocier sur des intérêts qui auront un impact à long terme. D'autres ajoutent que les sommes investies sont dérisoires pour arriver à faire changer les entreprises et il se pose « *une question de théorie du changement et d'efficacité ».* Un acteur interrogé a une vision plus nuancée : « *l'engagement actionnarial pour l'engagement actionnarial, ça ne sert à rien si derrière il n'y a pas des objectifs très définis en termes de critères et en termes de temps ».* Ainsi pour être caractérisé comme utile, l'engagement actionnarial doit répondre à des objectifs précis : « *Le fait de demander et redemander à Total, d'avoir une stratégie climat, mais sans dire ce qu'est la stratégie climat, sans donner d'échéance et sans poser de menaces ou de réactions, en cas de non-application de ces critères, on voit que ça ne marche pas* ».

Pour avoir réellement un impact, les ONG estiment que l'engagement actionnarial doit être accompagné par la législation, que l'État mette en place des mesures incitatives et des contraintes : « *L'engagement actionnarial si derrière pour moi y'a pas de contrainte publique c'est un serpent qui se mord la queue et c'est ce qu'on voit* ». Enfin, il y aurait également une dimension culturelle, en France, les administrateurs sont souvent issus de la même formation (École Nationale Administration). Ce réseau se partage de fait, en cercle plutôt étroit, les places et participations dans les grandes entreprises françaises, ce qui peut remettre en cause toute idée d'impartialité et de contrôle réel : « *Derrière tous les PDG de ces grandes entreprises sont connectés les uns les autres, se connaissent, ont*

une sociologie similaire et parfois un PDG de banque est actionnaire d'une entreprise pétrolière, etc. Il y a des liens sociaux qui font qu'il est difficile de les exclure ou de les marginaliser ». Ce modèle de gouvernance croisée est décrit par Harbula (2007) comme suit : « *Le modèle distinctif de gouvernance française, dans lequel les actionnaires de plusieurs entreprises différentes sont reliés entre eux par une toile de participations croisées, est un modèle de facto de contrôle par la direction dans lequel les actionnaires ont très peu de voix ou d'influence ».* Or, les actionnaires votent pour nommer les administrateurs lors des AG annuelles. Ils ont donc un pouvoir d'influence sur les membres des conseils d'administration.

Les actionnaires en France sont également décrits comme ayant un rôle « passif », ce qui n'est pas le cas du monde anglo-saxon, il y a une prise de conscience différente sur la responsabilité des actionnaires.

Discussion et Conclusion

Si l'on s'en tient à cette définition : « *l'engagement actionnarial désigne toutes prises de position sur des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) afin d'exiger une amélioration des pratiques par les entreprises visées* », il est possible d'affirmer que toutes les ONG interrogées sont des acteurs de l'engagement actionnarial, mais également des activistes. On retrouve à nouveau cette difficulté pour les acteurs de se définir en tant que tels (Serret et Loher-Delalune, 2021). En considérant l'engagement actionnarial comme une pratique consistant, strictement, à prendre des actions au sein d'une entreprise, cela est très rare parmi les ONG en France. En revanche, même si elles n'agissent pas en tant qu'actionnaire, elles considèrent bien que celui-ci est porteur de responsabilités et doit être en mesure d'influencer la stratégie et les pratiques de l'entreprise.

C'est dans cette perspective que les ONG agissent de deux manières distinctes : en créant du contenu (parfois en collaboration avec les acteurs) venant soutenir et étayer les engagements des actionnaires et en pratiquant un lobbying auprès de certains acteurs (principalement des banques) en faveur de l'utilisation de leurs pouvoirs d'actionnaire pour enclencher l'adoption de pratiques plus responsables. Néanmoins, le rôle des ONG ne se limite pas à celui de la pédagogie, mais peut devenir également celui-ci de dénonciateur public, redouté par les entreprises au vu de la force d'exposition médiatique qu'elles détiennent.

L'engagement actionnarial demande des moyens et son efficacité est difficile à mesurer. Il poursuit deux finalités : le changement de comportement des entreprises et l'évolution de législation. C'est la combinaison de ces deux finalités qui permet d'avoir un impact dans l'évolution des pratiques. Pour gagner en efficacité, l'engagement actionnarial doit être combiné à d'autres stratégies. Ainsi, si l'on souhaitait proposer une mesure, il serait nécessaire de combiner les effets de plusieurs actions et l'intervention de différentes parties prenantes. En effet, les ONG considèrent que pour être réellement efficace, l'État doit nécessairement intervenir.

C'est dans cette perspective que les ONG ne vont pas se limiter dans leurs actions à cibler les actionnaires, mais vont également jouer un rôle auprès de l'État. Or la mise en place par l'État de nouvelles lois ou règlements contraint fortement les entreprises, tant sur un plan organisationnel (nécessité d'adaptation, de formation...) que sur un plan financier (ressources à mettre en œuvre pour être en conformité sous peine de sanctions financières). C'est pourquoi elles ont tout intérêt

à travailler de concert avec l'ensemble des parties prenantes de leurs écosystèmes, incluant les ONG, afin d'établir une relation stable et de confiance sans risquer ni sa réputation médiatique ni l'imposition de nouvelles réglementations contraignantes.

Ainsi si les ONG françaises ne sont pas *stricto sensu* des actionnaires engagés, elles font partie intégrante de l'écosystème de l'engagement actionnarial en France. Nous avons en effet pu démontrer le rôle des ONG comme acteur central permettant une réconciliation entre investisseurs et entreprises en faveur d'une transition écologique. L'émergence des fondations actionnaires et des entreprises à mission venant en appui de cette nouvelle catégorie d'acteurs, les ONG, vient entériner l'idée d'une finance qui prend son rôle et sa part dans la future économie en construction.

Section 4 Annexe de l'article

Dans une perspective d'exhaustivité, il nous semble important de joindre à cet article notre codebook. Trois grands thèmes ont été codés :

— L'identité de l'entreprise : Dans le thème introductif dit de « réchauffement » nous avons pu en apprendre plus sur le fonctionnement des ONG, leurs missions, tailles, ...
— L'engagement actionnarial : L'objectif était de déterminer la définition qu'il faisait de la pratique, les modes d'action et processus utilisés, leurs sujets et vision...
— Les relations : Afin d'établir leur(s) rôle(s) et leur place au sein de l'écosystème des acteurs de l'engagement actionnarial en France nous avons interrogé les ONG sur leurs relations avec différentes parties prenantes comme l'état, les entreprises, les citoyens.

D'autres sous thématiques ont émergé comme leur cible, leur communication (sur la pratique de l'engagement actionnarial) ou encore les facteurs potentiels de transformation de la pratique en France.

Les cinq entretiens ont fait l'objet d'une retranscription manuelle, afin de garantir la qualité d'analyse et selon les recommandations de (Gavard-Perret et al., 2012), nous (les deux auteurs) avons effectué de façon indépendante une liste de catégories et de codage que nous avons ensuite confronté. Une grille catégorielle commune a été déterminée et l'ensemble du corpus (38 pages) a ainsi été encodé à l'aide du logiciel Nvivo12.

Nom	Fichiers	Références
Activité conseil	1	6
Cible	5	12
Communication	2	3
Engagement actionnarial		
Définition	4	5
Exclusion	1	1
Exemple	2	5
Mode d'action	5	27
Processus	1	3
Sujet	5	5
Vision	4	14
Facteur transformation		
Législation loi	4	8
Modèle actuel	1	2
Fondation actionnaire	1	2
Greenpeace	1	6
Identité		
CA	1	2
Financement	4	10
Mission	4	7
Structure	2	3
Taille	3	3
Notation	1	1
Relations		
Relation citoyen	1	1
Relation entreprise	4	8
Fonctionnement	1	1
Pression	3	4
RSE	1	1
Relation État	2	4
Réseau	3	12

Lors de la section 2 du chapitre 2 Partie 1 nous avons identifié, à l'aide de la littérature académique, le rôle double des ONG : comme autres actionnaires tout d'abord, mais également comme acteurs indirects (Cf. 2). Nous avons souhaité reprendre les liens identifiés entre les acteurs de l'engagement actionnarial (Cf. 2.6) pour confronter et compléter les liens et rôles propres aux ONG à l'aide des entretiens réalisés.

Nous aboutissons sur le schéma suivant :

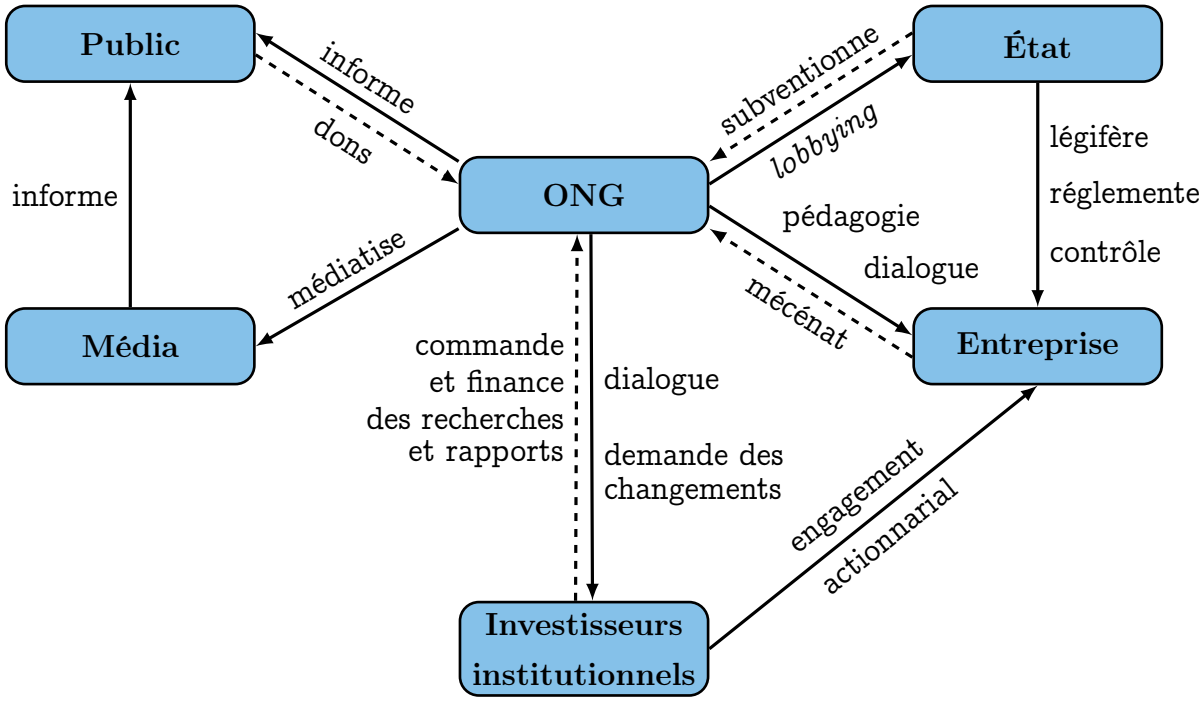


FIGURE 6.2 – Liens et rôles des ONG dans l'écosystème de l'engagement actionnarial français

Cette cartographie permet d'identifier liens aussi bien financiers que professionnels qu'entretiennent les ONG avec les différents acteurs de l'engagement actionnarial en France. Ces liens font partie des perspectives de recherche puisque nous souhaitons confronter ce modèle français à un modèle européen, voire internationale. Les ONG étant pour la plupart des branches françaises d'ONG internationales nous pensons qu'effectuer une étude comparative nous permettra d'identifier les particularités propres à l'écosystème français.

Conclusion

L'objectif de cette thèse était l'étude de l'évolution de l'engagement actionnarial dans un contexte français. Ce contexte nous intéresse pour plusieurs aspects : d'une part, il s'agit de répondre à un manque dans la littérature et la recherche académique identifiées comme sujet d'intérêt au sein de notre analyse bibliométrique.
D'autre part, ce contexte présente un cadre législatif intéressant puisque s'inscrivant dans un droit civiliste contrairement au droit Anglo-Saxons.

Il y avait trois objectifs à notre recherche. Pour répondre à ce triple objectif, nous avons adopté une stratégie en trois essais (cf 3.11)

Premièrement nous souhaitions définir le concept d'engagement actionnarial et l'inscrire dans un écosystème d'acteurs.
Le premier essai est une étude sur sources secondaires (revue de littérature) permettant de déterminer les facteurs contributifs à l'évolution historique des stratégies d'ISR. Cet essai se focalise particulièrement sur l'inscription de l'engagement actionnarial au sein de ces stratégies.

Deuxièmement nous avions souhaité identifier les leviers et les freins à l'engagement actionnarial en contexte français.
Le deuxième essai, centré sur l'engagement actionnarial en France, a consisté en une série d'entretiens semi-directifs avec des investisseurs institutionnels français. L'objectif de cet essai était de déterminer les freins et leviers à la pratique de l'engagement actionnarial. Cet objectif à pu être élargi en proposant une concentration sur l'utilisation des sociétés de conseils, identifiés par la littérature comme étant une limite des travaux précédents.

Pour finir nous avons voulu étudier le(s) rôle(s) des ONG dans la cadre du processus d'engagement actionnarial en France.
Le troisième essai, proposant également une méthodologie à partir d'entretiens

semi-directifs, s'est concentré sur les ONG et la détermination de leurs rôles multiples dans le cadre de l'engagement actionnarial en France. Le choix de réaliser une étude sur les ONG a émergé de la première étude.En effet, de nombreux investisseurs institutionnels évoquaient cet acteur lors des précédents entretiens réalisés. Ces mentions ont été recoupées avec des articles grand public sur un engagement actionnarial de cette catégorie d'acteurs. Cependant les investigations dans la littérature académique et dans la communication directe des ONG ont révélées un vide sur le sujet, justifiant la nécessité d'une recherche en terrain français.

Contributions générales de nos travaux

La partie préliminaire a permis de distinguer la notion d'engagement actionnarial de celle d'activisme actionnarial en définissant l'engagement actionnarial comme une stratégie d'ISR, incluant les critères ESG dans ses demandes d'amélioration stratégique de l'entreprise.

Le processus d'engagement actionnarial est complexe et incrémental dans le sens où les modes d'action utilisés seront de plus en plus contraignant et impactant pour les entreprises. Il repose sur plusieurs procédures non exclusives les unes des autres et pouvant reposer sur l'intervention de différents acteurs extérieurs.

Les huit modalités d'action à disposition des actionnaires souhaitant pratiquer l'engagement actionnarial (Cf 3.10) sont énoncées comme étant l'exclusion d'actif financier, la sortie du capital social, les dialogues entre actionnaires et entreprise, les questions écrites, la politique de vote en AG, le dépôt de résolution externe, la médiatisation et le recours juridique.

Notre première partie a permis de poser un cadre conceptuel et institutionnel à l'engagement actionnarial.
Particulièrement nous avons déterminé que l'ancrage théorique de cette recherche est au croisement des théories contractualistes et partenariales. Nous avons, en effet, montré que la pratique de l'engagement actionnarial puisait ses origines et sa légitimité dans les relations contractuelles développées par Jensen et Meckling (1976) et dans l'existence d'asymétries d'informations nécessitant des mécanismes de contrôle. Ces asymétries se matérialisent par l'accessibilité privilégiée qu'a le dirigeant aux informations et documents ainsi que par un niveau de compréhension présupposée supérieure.

Nous avons complété ce cadre conceptuel et institutionnel en reprenant les limites du processus et des acteurs identifiés en partie préliminaire pour déterminer la complexité de l'écosystème et schématiser les acteurs de l'engagement actionnarial en France.

Le cadre réglementaire a été détaillé puisqu'il participe à réduire les asymétries d'informations précédemment identifiées en protégeant les actionnaires minoritaires. Parmi ces mécanismes législatifs protecteurs, nous avons identifié plusieurs obligations de publication d'informations extra-financières (Art 116 de la loi NRE (2001), Art 53 de la loi Grenelle I (2009), Art 75 et 225 de la loi Grenelle II (2010), Art 173 de la loi transition énergétique (2015), règlement *disclosure* (2019)). La légitimité des actionnaires est également impactée par un grand nombre de législations venant renforcer l'exercice de la démocratie actionnariale.

Au sein de ce cadre nous avons réalisé une cartographie des acteurs participant à la pratique de l'engagement actionnarial en identifiant les rôles et liens de ces acteurs les uns envers/avec les autres. Nous avons caractérisé et défini les actionnaires ainsi que les acteurs externes. Deux catégories d'actionnaires ont ainsi été classifiées : les investisseurs institutionnels (fonds de retraite et de pensions, banques et compagnies d'assurance et sociétés de gestion) et les autres actionnaires (actionnaires salariés, État, ONG et coalitions). Les acteurs externes participent à l'engagement actionnarial en exerçant plusieurs rôles comme le conseil, l'information ou encore le *lobbying*. Il s'agit des agences de notation sociétales, des sociétés de conseil, des médias et des ONG.

Le dernier chapitre de la partie 1 a permis de justifier l'intérêt de la recherche et d'identifier les sujets émergent au sein de la littérature académique précédente à l'aide d'une analyse bibliométrique. Ce chapitre a également présenté notre méthodologie qualitative exploratoire en détaillant notre guide d'entretien semi-directif, notre échantillon (22 entretiens) et la méthode d'analyse de ceux-ci (codage manuel à l'aide du logiciel Nvivo12).

Notre premier essai retrace la chronologie de l'enracinement de l'engagement actionnarial en tant que stratégie ISR. Nous y présentons l'importance de la morale religieuse puis culturelle dans l'émergence de la pratique de l'ISR puis de l'engagement actionnarial. Notre étude fait une revue historique du développement en contexte international puis national en présentant le parallèle entre les deux modalités de développement (Cf 4.2). En particulier, nous soulignons les similitudes dans les développements, notamment les fonds religieux comme précurseurs, puis

nous identifions également les différences. La France présente en effet un détachement religieux important ainsi qu'un contexte législatif incitatif. Nous identifions des liens entre les stratégies d'ISR, les critères ESG et la RSE en plaçant au centre de ces trois notions la notion d'engagement actionnarial (Cf 4.1). En effet, l'intégration des critères ESG se retrouve à la fois dans les stratégies d'ISR et dans la pratique de la RSE, cette pratique favorise l'ISR et l'engagement actionnarial est l'une des stratégies d'ISR au centre de ses notions.

Notre seconde étude confirme la complexité de l'écosystème de l'engagement actionnarial en France. Elle rend possible l'établissement d'un schéma concernant le processus d'engagement en nous basant sur les entretiens réalisés. Nous avons repris les modes d'action définis dans la partie préliminaire, Section 2 pour appliquer ceux-ci à l'engagement actionnarial, montrant ainsi le rôle des dialogues comme mécanisme permettant de réduire voire supprimer les asymétries d'informations. Notre étude prouve une escalation dans les modes d'action ainsi que la fonction des acteurs externes dans la pratique de l'engagement actionnarial. En particulier, nous avons mis en avant l'utilité des coalitions d'actionnaires et le recours aux agences de notations sociétales. Ces entretiens ont également abouti à l'inventaire des sujets de l'engagement actionnarial nous permettant de les comparer aux sujets identifiés par Barko et al. (2021) dans un contexte américain (Cf 5.7). Nous constatons une faiblesse des thématiques sociales qui pourrait amener une perspective de recherche future sur les causes de cette faiblesse en contexte français.

Les caractéristiques de la pratique de l'engagement actionnarial en France sont développées et nous avons notamment mis en évidence l'environnement législatif particulier ainsi qu'un aspect culturel peu favorable dû à une connivence forte des dirigeants et responsables politiques.

Nous avons identifié que la crédibilité du discours (acquise par une connaissance et une expertise fine du sujet d'engagement), la multiplicité d'acteurs et d'actions et la menace de sortie ou d'atteinte à la réputation de l'entreprise, sont des leviers à l'engagement actionnarial et du succès des engagements. Néanmoins, une limite de nos travaux (et de la littérature académique actuelle) est la difficulté à mesurer ce succès.

Cet essai nous a permis de mettre en avant les freins à l'engagement actionnarial en France. Principalement, nous constatons une problématique importante liée aux coûts qu'ils soient humains ou financiers. Cette observation est compatible avec les coûts précédemment identifiés par la théorie de l'agence.

Notre dernière étude permet une mise en évidence des rôles des ONG dans l'écosystème de l'engagement actionnarial à travers des entretiens semi-directifs. Les ONG sont ainsi pourvoyeuses de contenus, recherches et rapports utiles aux investisseurs dans leurs pratiques. Cet apport vient ainsi diminuer le coût de l'engagement (en limitant le temps de recherche) et réduire l'asymétrie d'information (en apportant des connaissances "expertes"). La contribution des ONG ne s'arrête toutefois pas à l'apport de connaissances, elles sont également en lien et relation avec les entreprises pour sensibiliser et aider à la mise en place d'actions correctrices. Ces formations participent à la mise en place d'un processus mimétique et normatif identifié dans notre cadre théorique et entrant dans les processus identifiés par DiMaggio et Powell (1983). Nous contribuons également à identifier et inscrire les liens des ONG avec les autres acteurs de l'engagement actionnarial. Les actionnaires recourent parfois au soutien et la compétence des ONG dans l'écriture de résolutions externes ou dans un processus de médiatisation des démarches. Les ONG participent également aux opérations de *lobbying* à destination de l'État français dans le but de faire progresser la réglementation, or, nous avons précédemment identifié l'importance du cadre réglementaire (Cf Chapitre 2 Section 1).

Limites et perspectives de la recherche

Au cours de cette recherche, plusieurs limites ont émergé et permettent d'identifier des perspectives de recherches futures.

La première limite de nos travaux concerne les acteurs de l'engagement actionnarial. Nous avons développé le rôle, modalités d'actions, freins et leviers des investisseurs institutionnels et des ONG. Nous avons aussi présenté l'utilisation des *proxy advisors* par les investisseurs institutionnels, ainsi qu'un acteur qui reste sous-développé : les agences de notation sociales et environnementales. En effet nous avons pu aborder la problématique liée à une absence de standardisation des critères et méthodes de notations de ces agences de notations sociétales. Une étude approfondie de ces processus de notations et des différences entre les agences serait un apport à la compréhension de cette problématique et de la légitimité des agences de notations sociétales.

Les actionnaires interagissent principalement au sein des entreprises avec le conseil d'administration, mais on retrouve également de plus en plus de sous-comités dont les fonctionnements sont très peu étudiés (Adams et al., 2021). Particulièrement

des sous-comités RSE sans toutefois que des recherches aient pu encore étudier la composition ou l'impact de ces sous-comités sur la gestion de l'entreprise. Cette question est pourtant intéressante, car nous pouvons nous demander si une entreprise mettant en place un sous-comité RSE est plus réceptive à des actes d'engagement actionnarial.

Nous envisageons d'étendre l'analyse historique du développement de l'engagement actionnarial à la période précédant le 20ème siècle. En effet, nous avons connaissance d'exemples antérieurs qui mériteraient un développement approfondi, nous pensons notamment à l'actionnaire Lucien Bailly ayant fait preuve d'une forme d'engagement actionnarial au début du vingtième siècle (Fournès, 2020).
Une étude du rôle de l'actionnariat salarié et familial dans le développement de l'engagement actionnarial en contexte français permettrait une meilleure compréhension de celui-ci. En effet, l'actionnaire familial tend à détenir une part suffisante du capital social pour avoir le contrôle de l'entreprise, le rapport de force face aux actionnaires activistes minoritaires semble alors défavorable à l'émergence de l'engagement actionnarial. La force de ce type d'actionnariat au sein du contexte français a-t-il joué un rôle sur l'apparition plus tardive de la pratique de l'engagement actionnarial en France ?

La confrontation de résultats obtenus à la deuxième étude dans le cadre d'une étude de cas permettrait de confirmer ces résultats. Il serait intéressant de vérifier le processus identifié avec la pratique du terrain. L'étude de cas, intégrant des observations terrain, permettrait de mesurer les coûts et temps d'une procédure d'engagement actionnarial.

L'échantillon de notre dernière étude étant restreint du fait du terrain nous pensons qu'il serait judicieux d'envisager une analyse comparative avec des ONG européennes. Au cours de ce troisième essai nous avons également eu l'occasion d'être mis en contact et d'interroger une société à mission participant au développement des fondations actionnaires. Cet entretien, qui n'a pu être suffisamment exploité dans le cadre de cet essai, nous semble un point de départ intéressant pour une étude approfondie sur les fondations actionnaires.

Conclusion générale et préconisation

L'engagement actionnarial semble être une pratique désormais adoptée par les investisseurs institutionnels en France. Nous avons au cours de notre recherche mis en avant certains résultats qui nous permettent de formuler certaines préconisations managériales qui permettraient de limiter les freins identifiés.

Nous pensons tout d'abord que cette pratique peut être renforcée par un développement de l'éducation des investisseurs et futurs investisseurs (aussi bien que des futurs administrateurs). Cette formation pourrait permettre de contribuer à réduire l'asymétrie de compétence entre dirigeants et investisseurs. Ce levier est à rapprocher du mouvement d'isomorphisme mimétique et normatif décrit par DiMaggio et Powell (1983).

Dans les modalités d'action des actionnaires engagés, nous estimons que le dialogue avec l'entreprise est essentiel dans la réduction des asymétries d'informations liées à la détention de documents et connaissances de la part des entreprises. Il est la première étape à tout processus d'engagement et doit être engagé après une étude attentive de la situation de l'entreprise. Toute démarche de dialogue de l'actionnaire envers les investisseurs doit être préparée en amont par des recherches approfondies sur l'historique de l'entreprise et doit permettre de proposer des améliorations stratégiques à celle-ci.

Nous suggérons ensuite de généraliser le recours aux coalitions d'actionnaires afin de disposer d'une crédibilité et d'une écoute plus forte dès le début de l'engagement. La réduction des coûts induits par cette coalition permettrait de multiplier les engagements.

Enfin, nous considérons que l'importance des agences de notations sociétales, des sociétés de conseil et des ONG dans leur rôle d'apporteurs de connaissances et compétences doit être prise en compte par l'ensemble des investisseurs. Le recours à ces acteurs doit être généralisé et systématisé, cela permettrait de résoudre le frein principal identifié comme étant le manque de moyen humain et financier.

Pour terminer, nous proposons une trame de thèse en rappelant l'objectif de chaque partie et en présentant de façon succincte les contributions, limites et perspectives de chaque chapitre dans le schéma suivant.

	OBJECTIFS	CONTRIBUTIONS	LIMITES & PERSPECTIVES
Partie liminaire	Définir l'engagement actionnarial et ses modes de pratiques	Distinction activisme/ engagement actionnarial Huit modes d'actions	Mesurer l'utilisation et l'efficacité des modes d'action
Chap. 1	Ancrage théorique	Ancrage de l'engagement actionnarial dans la théorie partenariale minimaliste	Étudier les théories sociologiques, comportements , relations sociales
Chap. 2	Présenter la réglementation et les acteurs	Identification des rôles et liens entre les acteurs	Étudier les agences de notations sociales
Chap. 3	Justifier la légitimité Présenter la méthodologie	Justification de l'étude par la littérature académique	Confirmer l'analyse bibliométrique élargir l'échantillon
Essai 1	Établir la chronologie Identifier les déterminants	Chronologie et déterminants Parallèle France/reste du monde	Élargir la chronologie en amont du 20ème siècle
Essai 2	Déterminer les leviers et freins du contexte français	Schématisation du processus d'engagement Identification des freins liés aux coûts	Réaliser une étude de cas confirmant le processus
Essai 3	Déterminer les rôles des ONG	Multitude des rôles des ONG identifiées : Expertise, lobbying, formations, rédactions de documents	Réaliser une étude européenne étudier les fondations actionnaires

FIGURE 6.3 – Contributions, limites et perspectives de la thèse

Bibliographie

Aaken, D. & Buchner, F. (2020). Religion and CSR : a systematic literature review. *Journal of Business Economics*, *90*, 917-945.

Adams, R. B., Ragunathan, V. & Tumarkin, R. (2021). Death by Committee ? An Analysis of Corporate Board (Sub-) Committees. *Journal of Financial Economics*, *141*(3), 1119-1146.

Agar, M. (1980). Getting Better Quality Stuff : Methodological Competition in an Interdisciplinary Niche. *Urban Life*, *9*(1), 34-50.

Ahn, A. M. & Wiersema, M. F. (2021). Activist Hedge Funds : Beware the New Titans. *Academy of Management Perspectives*, *35*(1), 96-122.

Albouy, M. & Schatt, A. (2009). Activisme et Proxy Fight. Quand les actionnaires déclarent la guerre au management. *Revue française de gestion*, *35*(198-199), 297-315.

Alchian, A. A. & Demsetz, H. (1975). Production, Information Costs, and Economic Organization. *IEEE Engineering Management Review*, *3*(2), 21-41.

Alessandrini, F. & Jondeau, E. (2020). ESG Investing : From Sin Stocks to Smart Beta. *The Journal of Portfolio Management*, *46*(3), 75-94.

Allouche, D. & Prigent, I. (2016). *Marchés financiers, sans foi ni loi ?* Presses universitaires de France.

Amel-Zadeh, A. & Serafeim, G. (2018). Why and How Investors Use ESG Information : Evidence from a Global Survey. *Financial Analysts Journal*, *74*(3), 87-103.

André, J.-M., Husser, J., Barbat, G. & Lespinet-Najib, V. (2011). Le rapport de développement durable des entreprises françaises : quelles perspectives pour les parties prenantes ? *Management & Avenir*, *48*(8), 37-56.

Arjaliès, D.-L. (2011). Qu'est-ce que l'Investissement Socialement Responsable. *Revue du financier*, *193*.

Arjaliès, D.-L. (2014). Le mouvement de l'Investissement Socialement Responsable : une mise en perspective historique (The SRI Movement : An Historical Perspective). *business publications*, 18.

Arjaliès, D.-L., Bouchet, V., Crifo, P. & Mottis, N. (2020). La mesure d'impact et l'Investissement Socialement Responsable (ISR) : Un tour d'horizon [Impact Assessment and Socially Responsible Investing (SRI)]. In I. Tchotourian, L. Bres & L. Geelhand de Merxem (Éd.), *Zone frontières et entreprise socialement responsable - Perspective multiple : droit, administration et éthique.* Yvon Blais (Canada) ; Mare & Martin (France).

Arjaliès, D.-L., Chollet, P., Crifo, P. & Mottis, N. (2022). The Motivations and Practices of Impact Assessment in Socially Responsible Investing : The French Case and its Implications for the Accounting and Impact Investing Communities. *Social and Environmental Accountability Journal*, 1-29.

Artiga González, T. & Calluzzo, P. (2019). Clustered shareholder activism. *Corporate Governance : An International Review*, *27*(3), 210-225.

Barber, B. (2007). Monitoring the Monitor : Evaluating CalPERS' Activism. *Journal of Investing*, *16*(4), 66-80.

Barkemeyer, R., Faugère, C., Gergaud, O. & Preuss, L. (2020). Media attention to large-scale corporate scandals : Hype and boredom in the age of social media. *Journal of Business Research*, *109*, 385-398.

Barko, T., Renneboog, L. & Cremers, M. (2021). Shareholder engagement on environmental, social and governance performance. *Journal of Business Ethics*, *180*(2), 1-36.

Barney, J. B. (1991). Firm Resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, *17*(1), 99-120.

Barzuza, M., Curtis, Q. & Webber, D. H. (2020). Shareholder value (s) : Index fund ESG activism and the new millennial corporate governance. *South California Law Review*, *93*, 1243-1321.

Bauer, R., Derwall, J. & Tissen, C. (2022). Private Shareholder Engagements on Material ESG Issues. *Available at SSRN 4171496.*

Bebchuk, L. A., Brav, A. & Jiang, W. (2015). The long-term effects of hedge fund activism. *Columbia Law Review*, *115*(5), 1085-1155.

Beccarini, I., Beunza, D., Ferraro, F. & Hoepner, A. G. F. (2022). The Contingent Role of Conflict : Deliberative Interaction and Disagreement in Shareholder Engagement. *Business Ethics Quarterly*, 1-41.

Becht, M., Franks, J., Mayer, C. & Rossi, S. (2009). Returns to Shareholder Activism : Evidence from A Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund. *Review of Financial Studies*, *22*, 3093-3129.

Belinga, R. (2018). *L'engagement actionnarial : de l'industrialisation de l'actionnariat à l'expression de nouvelles responsabilités.* (thèse de doct.). Mines Paris Tech.

Ben Arfa, N. & Labaronne, D. (2016). Activisme actionnarial des *hedge funds* : Une étude exploratoire au sein des entreprises françaises (P.-J. Barlatier, Éd.). *Revue Française de Gestion*, *42*(254), 17-36.

Berle, A. & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property.* Transaction Publishers.

Berthelot, S. & Serret, V. (2018). Activisme des fonds de couverture et stratégie de défense des entreprises. *Revue Française de Gestion*, *44*(272), 51-67.

Birkmose, H. (2018). Forcing Shareholder Engagement : Theoretical Underpinning and Political Ambitions. *European Business Law Review*, *29*(Issue 4), 613-642.

Blair, M. M. (1995). Rethinking Assumptions Behind Corporate Governance. *Challenge*, *38*(6), 12-17.

Blair, M. M. (2003). Shareholder Value, Corporate. In P. Cornelius & B. Kogut (Éd.), *Corporate governance and capital flows in a global economy* (Oxford, p. 53-82).

Blair, M. M. & Stout, L. A. (2001). Trust, trustworthiness, and the behavioral foundations of corporate law. *University of Pennsylvania Law Review*, *149*, 1735.

Blanchet, A. & Gotman, A. (2010). *L'entretien. L'enquête et ses méthodes.* Armand Colin.

Boukadhaba, A., Nekhili, M., Nagati, H. & Paché, G. (2020). Reporting RSE et valeur de marché de l'entreprise : le rôle modérateur de la représentation des salariés au conseil d'administration. *Management & Avenir*, *115*(1), 37-62.

Boulier, J.-F. & Pardo, C. (2005). Mini guide de la gestion pour compte de tiers ou ce que vous avez toujours voulu savoir sur la gestion d'actifs. *Revue d'économie financière*, *79*(2), 35-60.

Bouzoubaa, F.-Z. (2015). *Les besoins des investisseurs en informations financières et comptables : le cas des investisseurs institutionnels* (thèse de doct.). Toulouse 1 Capitole.

Brancato, C. K. (1996). *Institutional Investors and Corporate Governance : Best Practices for Increasing Corporate Value.* Irwin Professional Pub.

Bughin, C., Finet, A. & Monaco, C. (2011). L'influence des investisseurs institutionnels sur les orientations stratégiques des entreprises : Le cas de Blue Capital au sein du groupe Carrefour. *La Revue des Sciences de Gestion*, *251*(5), 177.

Burlacu, R., Girerd-Potin, I. & Dupre, D. (2004). Y'a-t-il un sacrifice à être éthique ? Une étude de performance des fonds socialement responsables américains. *Banques & Marchés*, 20-28.

Campeau, L., Lacroix, A. & Marchildon, A. (2012). Les pratiques de la finance socialement responsable États des lieux. *chaire d'éthique appliquée, Université de Sherbrooke*, 58.

Carleton, W. T., Nelson, J. M. & Weisbach, M. S. (1998). The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations : Evidence from TIAA-CREF. *The Journal of Finance*, *53*(4), 1335-1362.

Caumont, D. (2007). *Les études de marché*. Librairie Eyrolles.

Champion, E. & Gendron, C. (2005). De la responsabilité sociale à la citoyenneté corporative : l'entreprise privée et sa nécessaire quête de légitimité. *Nouvelles pratiques sociales*, *18*(1), 90-103.

Chandler, A. (1989). *La main visible des managers*. Economica.

Charléty, P. (2018). L'activisme actionnarial dans l'assemblée générale : quels bénéfices pour les actionnaires et les entreprises ? *Revue d'économie financière*, *130*(2), 195.

Charreaux, G. (2002a). L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives. *Revue Française de Gestion*, *5*(141), 77-107.

Charreaux, G. (2002b). Quelle théorie pour la gouvernance ? De la gouvernance actionnariale à la gouvernance cognitive. *Encyclopédie des ressources humaines* (Economica, p. 16).

Clark, G. L., Salo, J. & Hebb, T. (2008). Social and Environmental Shareholder Activism in the Public Spotlight : US Corporate Annual Meetings, Campaign Strategies, and Environmental Performance, 2001–04. *Environment and Planning*, *40*, 1370-1390.

Clarkson, M. B. E. (1995). A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance. *The Academy of Management Review*, *20*(1), 92-117.

Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, *4*(16), 386-405.

Coase, R. H. (1960). The Problem of Social Cost. *The Journal of Law & Economics*, *3*, 1-44.

Couret, A. & De Sentenac, D. (1990). Le conflit judiciaire comme instrument de communication. *Revue Française de Gestion*, (81), 103-107.

Coutelle, P. (2005). Introduction aux méthodes qualitatives en Sciences de Gestion. *Cours du CEFAG. Séminaires d'études qualitatives.*

Cowton, C. (1999). Playing by the rules : ethical criteria at an ethical investment fund. *Business Ethics, Environment and Responsibility*, *8*(1), 60-69.

Crifo, P., Durand, R. & Gond, J.-P. (2019). Encouraging Investors to Enable Corporate Sustainability Transitions : The Case of Responsible Investment in France. *Organization & Environment*, *32*(2), 125-144.

Crifo, P., Durand, R. & Gond, J.-P. (2020). Le rôle des labels dans la finance verte : construction et régulation d'un marché des labels en France. *Revue d'économie financière*, *138*(2), 209-223.

Crifo, P. & Forget, V. D. (2014). Pourquoi s'engager volontairement dans la transition énergétique ? Enseignements de la littérature sur la responsabilité sociale et environnementale des entreprises. *Revue d'économie industrielle*, (148), 349-381.

Crifo, P. & Mottis, N. (2013). L'investissement socialement responsable. *Revue Française de Gestion*, (236), 12.

Crifo, P., Mottis, N. & Mzali, B. (2021). L'investissement socialement responsable. Succès ou dilution ? *Revue française de gestion*, *300*(7), 51-59.

Crifo, P. & Rebérioux, A. (2015). Gouvernance et responsabilité sociétale des entreprises : nouvelle frontière de la finance durable ? *Revue d'economie financiere*, *117*(1), 205-223.

Crocquevieille, M. (2018). *La démocratie actionnariale : contribution à l'étude d'un mythe juridique* (thèse de doct.). Université de Nanterre - Paris X.

Crutchley, C. E., Hudson, C. D. & Jensen, M. R. H. (1998). Shareholder wealth effects of CalPERS' activism. *Financial Services Review*, *7*(1), 1-10.

Cundill, G. J., Smart, P. & Wilson, H. N. (2018). Non financial Shareholder Activism : A Process Model for Influencing Corporate Environmental and Social Performance. *International Journal of Management Reviews*, *20*(2), 606-626.

Cyert, R. M. & March, J. G. (1963). *A behavioral theory of the firm.* Prentice Hall/Pearson Education.

Damak, S. & Pesqueux, Y. (2003). La théorie des parties prenantes en perspective. *Journée de Développement Durable et Entreprise.*

David, Bloom, M. & Hillman, A. J. (2006). Investor activism, managerial responsiveness, and corporate social performance. *Strategic Management Journal*, *28*(1), 91.

David, R. & Brierley, J. E. C. (1985). *Major Legal Systems in the World Today*. Collier Macmillan.

Déjean, F. (2004). *Contribution à l'étude de l'investissement socialement responsable-Les stratégies de légitimation des sociétés de gestion* (thèse de doct.). Université Paris Dauphine-Paris IX.

Déjean, F. (2005). *L'investissement socialement responsable : Etude du cas français*. Vuibert.

Delion, A. G. (2007). De l'État tuteur à l'État actionnaire. *Revue française d'administration publique*, *124*(4), 537-572.

Demarigny, F. (1994). Les investisseurs institutionnels : des actionnaires neutres ? *Revue d'économie financière*, *31*(4), 109-118.

DeVilmorin, O. & Berdou, A. (2018). L'essor de l'activisme actionnarial en France. *Fusions et acquisitions*, (5), 9.

DiMaggio, P. J. & Powell, W. W. (1983). The Iron Cage Revisited : Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields. *American Sociological Review*, *48*(2), 147-160.

Dimson, E., Karakaş, O. & Li, X. (2015). Active Ownership. *Review of Financial Studies*, *28*, 3225-3268.

Doidge, C. & Dyck, A. (2015). Taxes and Corporate Policies : Evidence from a Quasi Natural Experiment. *The Journal of Finance*, *70*(1), 45-89.

Edmans, A., Levit, D. & Reilly, D. (2019). Governance Under Common Ownership. *Review of Financial Studies*, *32*(7), 2673-2719.

Ege, R. (2014). La question de l'interdiction de l'intérêt dans l'histoire européenne : Un essai d'analyse institutionnelle. *Revue économique*, *65*(2), 391.

Evrard, Y., Pras, B., Roux, E., Desmet, P., Dussaix, A.-M. & Lilien, G. L. (2009). *Market - Fondements et méthodes des recherches en marketing*. Dunod.

Eynaud, P. & Filho, G. C. d. F. (2019). *Solidarité et organisation : penser une autre gestion*. Érès.

Faccio, M. & Lang, L. H. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of financial economics*, *65*(3), 365-395.

Fatoux, F. (2006). La responsabilité sociétale des entreprises, facteur de développement de l'investissement socialement responsable. *Revue d'économie financière*, *85*(4), 41-47.

Fenwick, M. & Vermeulen, E. P. M. (2018). Institutional Investor Engagement : How to Create a 'Stewardship Culture'. *Tilburg University Law & Economics Center (TILEC) Law & Economics Discussion Paper Series*, *06*, 1-45.

Feo, G. (2021). *Does Good ESG Guarantee Better Financial Performance ? Sustainable Finance Evolution, Challenges and Investment Perspectives – a Quantitative Analysis of the Electric Mobility Sector* (Double Degree Master's Thesis).

Finet, A. & Kristoforidis, K. (2021). Rationalité patrimoniale familiale et activisme institutionnel : le cas du groupe Lagardère. *Gestion 2000*, *38*(5), 49-71.

Fontana, A. & Frey, J. H. (2000). The Interview : From Structured Questions to Negotiated Text. In K. Denzin & Y. Lincoln (Éd.), *Handbook of qualitative research* (2nd, p. 645-672).

Fournès, C. (2020). Lucien Bailly (1871–1940) : An eccentric troublemaker and a real precursor. A short story of shareholders' activism in France at the beginning of the twentieth century. *Accounting History*, *25*(4), 518-535.

Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management : A Stakeholder Approach*. Pitman.

Gavard-Perret, M.-L., Gotteland, D., Haon, C. & Jolibert, A. (2012). *Méthodologie de la recherche en sciences de gestion : Réussir son mémoire ou sa thèse*. Pearson Education France.

Gillan, S. L. & Starks, L. T. (1998). A Survey of Shareholder Activism : Motivation and Empirical Evidence. *Corporate Finance : Governance*.

Ginglinger, E. (2002). L'actionnaire comme contrôleur. *Revue francaise de gestion*, *no 141*(5), 37-55.

Ginglinger, E. (2018). Familles actionnaires. *Revue d'économie financière*, *130*(2), 99-111.

Girard, C. (2001). *L'activisme des actionnaires minoritaires au sein du gouvernement des entreprises françaises* (thèse de doct.). Université de Bourgogne.

Girard, C. (2004). L'incidence de l'activisme actionnarial sur les mécanismes de gouvernance : le cas français. *Finance Contrôle Stratégie*, *7*(3), 27.

Girard, C. (2007). Actionnariat : proposition d'une nouvelle typologie : Shareholding : Suggestion for a New Typology. *Gestion 2000*, *24*(4), 135-150.

Girard, C. & Gates, S. (2013). L'évolution de l'activisme actionnarial en France au cours des deux dernières décennies. *12ème Congrès International de Gouvernance, Nantes*.

Girard, C. & Gates, S. (2020). Institutional Contradictions of the French state as Shareholder. *Corporate Governance : The International Journal of Business in Society*, *20*(3), 545-558.

Girard-Guerraud, C., Goodman, J. & Louche, C. (2022). Transformation in shareholder activism : past, present and future. In C. Zopounidis, C. Girard-Guerraud & K. Bouaiss (Éd.), *Recent Trends In Financial Engineering : Towards More Sustainable Social Impact* (World Scientific Publishing).

Glaser, B. G. & Strauss, A. L. (1967). *The Discovery of Grounded Theory : Strategies for Qualitative Research*. Aldine.

Goldstein, M. (2011). The State of Engagement between U.S. Corporations and Shareholders. *NewYork IRRC Institute*, 1-30.

Gomez, P.-Y. (2003). Jalons pour une histoire des théories du gouvernement des entreprises. *Finance Contrôle Stratégie*, *6*(4), 183-208.

Gomez, P.-Y. & Favereau, O. (1996). *Le gouvernement de l'entreprise : modèles économiques de l'entreprise et pratiques de gestion*. InterÉditions.

Gond, J.-P. & Mercier, S. (2005a). La théorie des parties prenantes. In J. Allouche (Éd.), *Encyclopédie des ressources humaines* (2e édition, p. 917-925). Vuibert.

Gond, J.-P. & Mercier, S. (2005b). Les théories des parties prenantes : une synthèse critique de la littérature. *LIRHE, Université des sciences sociales de Toulouse*, *5*, 1-21.

Goodman, J., Louche, C., van Cranenburgh, K. C. & Arenas, D. (2014). Social Shareholder Engagement : The Dynamics of Voice and Exit. *Journal of Business Ethics*, *125*(2), 193-210.

Goranova, M. & Ryan, L. V. (2014). Shareholder Activism : A Multidisciplinary Review. *Journal of Management*, *40*(5), 1230-1268.

Grand, B. & Grill, P. (2020). Les théories partenariales de la gouvernance : Idéologies sous-jacentes et mécanisme de prise de décision éthique. *Finance Contrôle Stratégie*, (23-1).

Grim, D. M. & Berkowitz, D. B. (2020). ESG, SRI, and Impact Investing : A Primer for Decision-Making. *The Journal of Impact and ESG Investing*, *1*(1), 47-65.

Grossman, S. J. & Hart, O. D. (1986). The costs and benefits of ownership : A theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy*, 691-719.

Grumberg, A. W. & Darriet, P.-H. (2017). État des lieux de l'activisme actionnarial en France. *Fusions et acquisitions*, 44-49.

Gueguen, S. & Melka, L. (2021). *Les fonds activistes : Modes d'action, stratégies et résultats*. Dunod.

Harbula, P. (2007). The ownership Structure, Governance, and Performance of French Companies. *Journal of Applied Corporate Finance*, *19*(1), 88-101.

Hessel, S. (2011). *Indignez-vous !* Indigène.

Hillman, A. J. & Keim, G. D. (2001). Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues : What's the Bottom Line ? *Strategic Management Journal*, *22*(2), 125-139.

Hirschman, A. O. (1970). *Exit, Voice, and Loyalty : Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*. Harvard University Press.

Hoepner, A. G., MacMillan, D. G. & Fraser, M. (2015). Is responsible investment proportionally under-researched ? *The Routledge Handbook of Responsible Investment* (Routledge, p. 58-74).

Huse, M., Nielsen, S. T. & Hagen, I. M. (2009). Women and Employee-Elected Board Members, and Their Contributions to Board Control Tasks. *Journal of Business Ethics*, *89*(4), 581-597.

Jeffers, E. & Plihon, D. (2001). Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises. *Revue d'économie financière*, *63*(3), 137-152.

Jensen, M. C. (2002). Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Business Ethics Quarterly*, *12*(2), 235-256.

Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, *3*(4), 305-360.

Jouaber-Snoussi, K. & Jouini, E. (2011). La finance islamique est-elle une finance durable ? In S. Dhafer & P. Grandin (Éd.), *La finance durable, une nouvelle finance pour le XXIe siècle ?* (p. 188). RB Editions.

Khamlichi, A. E. (2013). Le comportement des indices boursiers socialement responsables en période de crise. *Management Avenir*, *61*(3), 30-49.

Knoepfel, I. (2004). Who cares wins : connecting financial markets to a changing world. *The Global Impact*.

Kölbel, J. F., Heeb, F., Paetzold, F. & Busch, T. (2020). Can Sustainable Investing Save the World ? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact. *Organization & Environment*, *33*(4), 554-574.

Krueger, P., Sautner, Z. & Starks, L. T. (2020). The Importance of Climate Risks for Institutional Investors. *The review of Financial Studies*, *33*(3), 1067-1111.

La Porta, R., Lopes de Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, r. w. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, *106*(6), 1113-1155.

Lavaine, V. (2020). Intérêts et Limites de la labélisation du marché français de l'ISR. *Working Papers hal-02494009*.

Lavigne, S. (2004). *L'industrie des fonds de pension : Les Investisseurs Institutionnels américains* (Economie et Innovation). L'Harmattan.

Le Maux, J. (2003). *La protection des actionnaires minoritaires au sein des sociétés cotées en France* (Thèse de doctorat). Paris 1.

Le Maux, J. & Le Saout, E. (2004). The performance of sustainability indexes. *Finance India : the quarterly journal of Indian Institute of Finance*, *18*, 737-750.

Le Moigne, J.-L. (2007). *Les épistémologies constructivistes*. Presses universitaires de France.

Lejeune, C. (2019). *Manuel d'analyse qualitative. Analyser sans compter ni classer*. De Boeck Supérieur.

Létourneau, A. (2009). Les théories de la gouvernance. Pluralité de discours et enjeux éthiques. *VertigO - la revue électronique en sciences de l'environnement*, (Hors série 6).

Liang, H. & Renneboog, L. (2017). On the Foundations of Corporate Social Responsibility. *The Journal of Finance*, *72*(2), 853-910.

Logsdon, J. M. & VanBuren III, H. J. (2008). Justice and large corporations : what do activist shareholders want. *Business & Society*, *47*(4), 523-548.

Loubières, L. (2014). Activisme actionnarial : le grain de sable peut-il enrayer la machine ? *Projet*, *343*(6), 41-49.

Louche, C., Arenas, D. & van Cranenburgh, K. C. (2012). From Preaching to Investing : Attitudes of Religious Organisations Towards Responsible Investment. *Journal of Business Ethics*, *110*(3), 301-320.

Louche, C. & Lydenberg, S. (2006). Investissement socialement responsable : différences entre Europe et États-Unis. *Revue d'économie financière*, *85*(4), 81-105.

Luca, N. (2007). De la liberté religieuse et du multiculturalisme aux États-Unis. *Archives de sciences sociales des religions*, (140), 133-144.

Lydenberg, S. (2007). Universal Investors and Socially Responsible Investors : a tale of emerging affinities. *Corporate Governance : An International Review*, *15*(3), 467-477.

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

Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *Journal of Finance*, *7*(1), 77-91.

Martinet, A. C. (1984). *Management stratégique : organisation et politique.* Ediscience.

McCahery, J. A., Sautner, Z. & Starks, L. T. (2015). Behind the Scenes : The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors. *The Journal of Finance*, *71*(6), 2905-2932.

Michotte, E. (2007). Une approche sociologique de la construction sociale de la responsabilité sociale des entreprises : une proposition de recherche. *Revue de l'organisation responsable*, *2*(3), 30-39.

Miles, M. & Huberman, M. (2003). *Analyse des données qualitatives* (2eme édition). DeBoeck.

Mitchell, R. K., Agle, B. R. & Wood, D. J. (1997). Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience : Defining the Principle of Who and What Really Counts. *The Academy of Management Review*, *22*(4), 853-886.

Mottis, N. & Philipponnat, T. (2020). Pourquoi l'investissement socialement responsable devient une affaire sérieuse. *Le journal de l'école de Paris du management*, *145*(5), 30-36.

Moussafir, H. (2020). How the SRI can be a catalyst for a sustainable aconomy ? *Geopolitics and Geostrategic Intelligence*, *3*(2).

Mullenbach, A. (2007). L'apport de la théorie des parties prenantes à la modélisation de la responsabilité sociétale des entreprises. *La Revue des Sciences de Gestion*, *n°223*(1), 109-120.

Nekhili, M., Nagati, H., Chtioui, T. & Nekhili, A. (2017). Gender-diverse board and the relevance of voluntary CSR reporting. *International Review of Financial Analysis*, *50*, 81-100.

Niyokindi, C.-F. (2022). *Les facteurs ESG : Modèles d'évaluation des actifs financiers incluant des facteurs de risque extra-financiers.* (Mémoire en vue de l'obtention du grade de maitrise en Finance. Université de Sherbrooke).

Novethic. (2018). *Le climat au coeur des relations entre actionnaires et entreprises* (rapp. tech.). Novethic.

Paillé Pierre & Mucchielli Alex. (2021). *L'analyse qualitative en sciences humaines et sociales* (5e édition.). Armand Colin.

Parance, B. (2021). Les risques juridiques et réputationnels. *Annales des Mines - Responsabilité et environnement*, *102*(2), 24-26.

Peillex, J. & Comyns, B. (2020). Pourquoi les sociétés financières décident-elles d'adopter les Principes des Nations Unies pour l'Investissement Responsable ? *Comptabilité - Contrôle - Audit*, *26*(1), 79-117.

Pérez, R. (2002). L'actionnaire socialement responsable. *Revue francaise de gestion*, *141*(5), 131-151.

Persais, É. (2006). Bilan sociétal : la mise en oeuvre du processus RSE au sein du secteur de l'économie sociale. *Revue internationale de l'économie sociale : recma*, (302), 14-39.

Rajan, R. G. & Zingales, L. (1998). Power in a Theory of the Firm. *The Quarterly Journal of Economics*, *113*(2), 387-432.

Rajan, R. G. & Zingales, L. (2000). The Governance of the New Enterprise. In X. Vives (Éd.), *Corporate Governance : Theoretical and Empirical Perspectives* (p. 201-232).

Rehbein, K., Waddock, S. & Graves, S. (2004). Understanding Shareholder Activism : Which Corporations are Targeted ? *Business & Society*, *43*(3), 239-267.

Revelli, C. (2013). L'investissement socialement responsable. Origines, débats et perspectives. *Revue française de gestion*, *7*(236), 79-92.

Roudaut, Y. (2008). Les ONG s'invitent dans le débat d'actionnaires. *L'Expansion Management Review*, *131*(4), 36-43.

Rowley, T. J. (1997). Moving beyond Dyadic Ties : A Network Theory of Stakeholder Influences. *The Academy of Management Review*, *22*(4), 887-910.

Segrestin, B. & Belinga, R. (2018). Un contrat de société sans contrat d'investissement ? Les interrogations des actionnaires minoritaires sur le droit des sociétés. *Annales des Mines - Gérer et comprendre*, *132*(2), 33-40.

Serret, V. & Loher-Delalune, C.-A. (2021). Quelles sont les incitations à l'engagement actionnarial ? Une étude exploratoire des acteurs de l'écosystème français. *Revue francaise de gestion*, *300*(7), 131-151.

Sjöström, E. (2008). Shareholder activism for corporate social responsibility : what do we know ? *Sustainable Development*, *16*(3), 141-154.

Smith, A. (1776). *Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations*. chez Buisson, Libraire.

Smythe, T., McNeil, C. & English, P. (2015). When does CalPERS' activism add value ? *Journal of Economics and Finance*, *39*(4), 641-660.

Stiglitz, J. E. & Greenwald, B. (2017). *La nouvelle société de la connaissance. Une vision nouvelle de la croissance, du développement et du progrès social.* Les Liens qui libèrent.

Tirole, J. & Bénabou, R. (2010). Individual and Corporate Social Responsibility. *Economica*, *77*(305), 1-19.

Van der Elst, C. (2019). Shareholder Engagement and Shareholder Voting Modes : Two of a Different Kind. In A. Levrau & S. Gobert (Éd.), *Governance : The art of aligning interests* (Intersentia, p. 53-69).

Vandekerckhove, W., Leys, J. & Van Braeckel, D. (2007). That's Not What Happened and it's Not My Fault Anyway ! An Exploration of Management Attitudes Towards SRI-Shareholder Engagement. *Business Ethics : A European Review*, *16*(4), 403-418.

Wacheux, F. (1996). *Méthodes qualitatives de recherches en gestion*. Economica.

Wacheux, F. & Roussel, P. (2005). *Management des ressources humaines. Méthodes de recherche en sciences humaines et sociales*. De Boeck Supérieur.

Widyawati, L. (2020). A systematic literature review of socially responsible investment and environmental social governance metrics. *Business Strategy and the Environment*, *29*(2), 619-637.

Williamson, O. (1979). Transaction-Cost Economics : The Governance of Contractual Relations. *The Journal of Law & Economics*, *22*(2), 233-261.

Williamson, O. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism*. Free Press.

Wiseman, R. M., Cuevas-Rodríguez, G. & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Towards a Social Theory of Agency. *Journal of Management Studies*, *49*(1), 202-222.

Ying, K. C. (2015). Shareholder activism through exit and voice mechanisms in Malaysia : A comparison with the Australian experience. *Bond Law Review*, *26*(2).

Zingales, L. (2000). In Search of New Foundations. *The Journal of Finance*, *55*(4), 1623-1653.