

Une typologie de l'activisme des actionnaires minoritaires en France*

Carine GIRARD
Université de Franche-Comté

Classification JEL : G390, K220

Correspondance :
Université de Franche-Comté
Faculté de Droit et de Sciences Économiques
Avenue de l'Observatoire
25030 Besançon
Email : Carine-Girard@wanadoo.fr

Résumé : L'objectif de cet article est de proposer une typologie de l'activisme des actionnaires minoritaires en France. À partir de la théorie du gouvernement des entreprises, nous avons identifié les décisions d'investissements des actionnaires minoritaires afin de déterminer leurs objectifs d'activisme. Cet activisme, processus complexe et varié, fonction de la composition de la coalition dissidente, se caractérise par un ensemble d'activités d'influence : actions judiciaires systématiques et médiatisées ; activités de lobbying ; batailles de procurations ponctuelles.

Mots clés : actions judiciaires – activisme – actionnaires minoritaires – bataille de procurations.

Abstract : The paper's purpose is to propose a typology of minority shareholders' activism in France. With the corporate governance theory, we study minority shareholders' activism. We identify their investment decisions, their abilities to collect and treat information and their power to control. The objective is to explain what kind of control they could exercise and what strategies they use. This activism is characterized by influence activities like lobbying, proxy contests and judicial actions. We suppose that contest process is a function of dissident coalition.

Key words : activism – judicial procedural – minority shareholders – proxy contests.

* L'auteur est ATER à l'Université de Franche-Comté et membre du groupe de recherche en finance, contrôle et stratégie du Latec de l'Université de Bourgogne. Elle remercie le Professeur Philippe Desbrières pour ses commentaires et suggestions.

L'activisme des actionnaires est apparu aux États-Unis au milieu des années 1980. Les premières études empiriques anglo-saxonnes se sont intéressées à un nouveau mécanisme de contrôle externe, la « bataille de procurations »¹, initié par des actionnaires dissidents [P. Dodd, J. Warner 1983 ; H. DeAngelo, L. DeAngelo 1989 ; J. Pound 1988]. Pendant les années 1990, à la suite de la réforme réglementaire élaborée par la SEC (*Securities and Exchange Commission*)² [L. Gordon, J. Pound 1993, p. 700-701], de la présence croissante des investisseurs institutionnels dans le capital des sociétés cotées [A.K. Prevost, R.P. Rao 2000, p. 179] et de la diminution des tentatives de prises de contrôle, cette forme d'activisme s'est développée. Dès lors, la bataille de procurations a été analysée comme un nouveau « modèle de politique de gouvernement d'entreprise » permettant une surveillance flexible et se substituant au marché des prises de contrôle [K.J. Rediker, A. Seth 1995]. À partir de 1996, des études empiriques se sont intéressées à d'autres formes d'activisme en tant que mécanismes alternatifs de contrôle. Ces actions collectives sont souvent mises en place par des investisseurs institutionnels [M.P. Smith 1996], par des associations [D. Strickland et al. 1996] et, plus récemment, par des syndicats de salariés [S.J. Schwab, R.S. Thomas 1998] ou par des unions religieuses [S. Choi 2000]. Elles ont pour finalité, non pas d'obtenir le contrôle minoritaire ou majoritaire de la société visée, mais d'influencer la gestion des sociétés cotées en faisant directement des propositions à la direction ou en les soumettant au vote.

En France, la présence de plus en plus forte des investisseurs institutionnels étrangers, les exigences nouvelles des investisseurs institutionnels nationaux et la « judiciarisation » systématique des contestations

¹ La « bataille de procurations » ou *proxy contest* est une technique américaine, résume le rapport de l'ANSA (Association Nationale des Sociétés par Actions), utilisée par les intermédiaires financiers et consistant à prendre contact individuellement avec les actionnaires afin de les convaincre de leur délivrer des pouvoirs pour voter aux assemblées en faveur de tel ou tel candidat au Conseil d'administration, ou pour tel ou tel projet de résolution.

² En 1992, la SEC a modifié la règle sur les « batailles de procurations » (règle 14a-8) en facilitant la mise en place d'un consensus entre les actionnaires minoritaires afin qu'ils puissent en 500 mots exposer leurs attentes à la direction.

par les actionnaires minoritaires ont conduit au développement d'un activisme actionnarial. Contrairement au modèle américain, l'activisme des actionnaires minoritaires est composé d'un ensemble d'activités associationnelles [S. Onnée 1998, p. 173] et judiciaires, souvent médiatisées, accompagnées ou non de batailles de procurations ponctuelles. Cet activisme est un processus complexe et long formé par un ensemble d'activités d'influence organisées en réseaux de manière séquentielle ou parallèle combinant les ressources, les capacités et les compétences d'un ensemble d'acteurs, plus ou moins actifs. Dans un premier temps et à partir de la théorie du gouvernement des entreprises, il nous est apparu nécessaire d'identifier les actionnaires minoritaires dits actifs afin d'établir, dans un second temps, une typologie de l'activisme des actionnaires minoritaires. Cette construction est nécessaire à la modélisation de l'activisme des actionnaires minoritaires en France et apporte une meilleure compréhension à l'élaboration d'hypothèses testables concernant les variables explicatives de sa réussite.

1. La composition de la coalition d'actionnaires minoritaires dissidents

Dénommés, dans les études empiriques anglo-saxonnes, *sponsors* de résolutions [S. Choi 2000, p. 239] ou actionnaires dissidents [L.A. Gordon, J. Pound 1993, p. 702], les actionnaires actifs sont, d'une part, les blocs de contrôle tels que le fonds de pension CalPERS (*California Public Employees Retirement System*) qui mena, en 1995, une bataille de procurations avec le fonds de pension des enseignants américains CREF (*College Retirement Equities Fund*) contre la société Elf Aquitaine, afin de refuser la résolution proposant la limitation des droits de vote, d'autre part, les actionnaires individuels.

1.1. Les détenteurs de bloc minoritaire non contrôlant

La coalition dissidente est parfois composée d'actionnaires financiers ou institutionnels qui détiennent une part substantielle du capital de la société. Dans l'affaire des Nouvelles Galeries, l'actionnaire minoritaire

contestataire était le groupe de textile Devanlay. Dans l'affaire CFI contre Suez, deux gérants de SICAV (Société d'Investissement à Capital Variable) du Crédit Agricole (Uni-France et Uni-Foncier) ont mandaté l'ADAM (Association Des Actionnaires Minoritaires).

La taille de leur participation, leurs décisions d'investissement, leurs capacités de collecte et de traitement de l'information déterminent leurs objectifs d'activisme et ses caractéristiques.

1.1.1. Les actionnaires financiers

Certains investisseurs tels que les sociétés de capital-investissement sont des actionnaires qui détiennent des actions dites « privilégiées » ou de priorité³. Ces investisseurs possèdent des droits décisionnels résiduels et des droits aux flux résiduels⁴ supplémentaires. Ils peuvent exercer un degré de contrôle disproportionné relativement aux titres qu'ils détiennent. Ces actions leur permettent ainsi d'exercer une influence réelle et permanente sur les décisions et les opérations prises par la direction. Ils possèdent, contrairement aux petits porteurs, un pouvoir d'expertise et de persuasion au sein de l'organisation [J. Caby, G. Hirigoyen 1997, p. 13]. Ces investisseurs se comportent comme des actionnaires majoritaires. De par leur statut particulier d'actionnaire et de partenaire des firmes clientes, les intermédiaires financiers disposent d'une représentation minoritaire au sein de leur conseil d'administration

³ Ces actions peuvent être créées lors de la constitution de la société ou au cours de son existence (art. 269, Loi du 24 juillet 1966). Ces actions peuvent donner droit à une information privilégiée, à un droit de consultation ou d'autorisation préalable concernant certaines décisions, ou à un certain nombre de sièges dans un organe de la société. Les décisions les plus couramment concernées par ces clauses sont : les modifications statutaires (augmentation de capital,...) ; les emprunts supérieurs à un certain montant ; l'embauche de cadres dirigeants ; l'ouverture de filiales en France ou à l'étranger ; ... [F.D. Poitrinal 1994, p. 29].

⁴ Le droit décisionnel se décompose en droit d'utiliser les actifs de la firme, de l'aliéner et de s'en approprier le produit de cession (droit à l'*usus*, l'*abusus*, le *fructus*). Le revenu résiduel est dégagé « *par un actif ou une activité, qui reste après le paiement de l'ensemble des obligations fixes* » [P. Milgrom, J. Roberts 1997 p. 784], c'est-à-dire dès que « *les principales décisions concernant le partage de la valeur créée ont été prises* » [G. Charreaux, P. Desbrières 1998, p. 66].

afin notamment de contrôler les fonds prêtés et de les conseiller dans leur gestion [M. Nekhili 1997, p. 336]. Ce fut notamment le cas d'Eurotunnel et d'Euro Disney. Vu leur rôle important dans le financement de ces deux projets, des dispositions ont été prises par les banquiers afin qu'ils puissent exercer un contrôle permanent et disposer d'une information spécifique. Euro Disney s'est engagé « à fournir aux banques des informations détaillées sur les conditions d'exploitation, sur une base trimestrielle, et à établir de façon annuelle des prévisions à l'horizon de la dette bancaire » [L. Anthony, R. Nekkaz 1997, p. 88]. Ces créanciers résiduels, contrairement aux petits porteurs lésés par la chute du cours de 96 % de septembre 1992 à septembre 1994 (le titre est passé de 90 francs par action à 7 francs), ont encaissé 100 millions de francs en frais de commission lors de l'augmentation de capital de 1994 et sont soupçonnés par la COB (Commission des Opérations de Bourse) et les associations d'actionnaires d'avoir spéculé sur le cours du titre. Ainsi des conflits d'intérêts peuvent apparaître entre actionnaires minoritaires alliés à la coalition de contrôle (les banques) et les petits porteurs. Dans les cas Eurotunnel et Euro Disney, les banques, en raison de leurs liens financiers, ont exercé une forte pression sur la direction de l'entreprise. H. Sherman et *al.* [1998] considèrent que ces institutions financières sont affiliées à la coalition de contrôle et qu'elles exercent une « pression sensible ». « *Le pouvoir bancaire procède d'un rapport de force construit sur une information privée, abondante et secrète, et des relations bilatérales secrètes* » [A. Orléan 1999, p. 210].

1.1.2. Les actionnaires institutionnels

En France, en 1997, 37 % de la capitalisation boursière des entreprises du CAC 40 sont détenus par des actionnaires non-résidents [O. Burkart, P. Charlety 2000, p. 175]. D. Baudru, M. Kechidi [1998] distinguent les investisseurs institutionnels américains en fonction de leur statut juridique : les fonds DC (*Defined Contribution*) et les fonds DB (*Defined Benefit*). Ces derniers gèrent les fonds des salariés à travers des fiducies (*trustees*), c'est-à-dire des fonds communs de placement,

des assurances ou des banques. Le fonds CalPERS est l'un des plus représentatifs mais surtout des plus actifs puisqu'il a développé un programme de *Corporate Governance* à partir de 1987. Son action se fit plus agressive à partir de 1992. Elle se traduit par la révocation des dirigeants d'IBM et d'American Express et par la négociation de changements de stratégies dans des entreprises telles que Sears, Westinghouse et Kodak [G. Ferone 1997, p. 89]. Cette action institutionnelle se caractérise également par la formation de coalitions dissidentes avec d'autres fonds publics et certains investisseurs institutionnels privés tels que Fidelity Investments.

Les fonds DC laissent aux salariés le choix de leur investissement. La fiducie (le gestionnaire de fonds) n'assure alors qu'une fonction de sélection des gestionnaires qui proposent leurs services aux salariés. Les salariés cotisent individuellement dans le cadre d'OPCVM (Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières) proposés par les gestionnaires sélectionnés par la fiducie. Le risque est alors directement assumé par l'apporteur et non par le gestionnaire. Parmi ces fonds DC, on trouve les fonds mutuels : Fidelity, Franklin Templeton et Capital Research et Management.

Les comportements stratégiques de ces deux fonds sont différents. Les fonds DB mènent une action de prise de parole et de retrait, alors que les fonds DC, dont la participation minoritaire est plus élevée que les fonds DB, mènent une politique plus agressive sur les marchés financiers, en particulier, en mettant en œuvre des techniques financières de rachat d'actions ou de scissions d'entreprises [D. Baudru, M. Kechidi 1998, p. 102].

La pression des fonds de pension anglo-saxons s'exerce par différents moyens tels que la publication d'une liste noire des dix entreprises de l'indice SP500 les moins performantes par *The Council of Institutional Investors* ou par la publication, par *the International Brotherhood of Teamster's Pension Fund*, d'une liste de dirigeants non performants. Le fonds de pension américain, CalPERS, a institué, quant à lui, au sein des entreprises américaines une « politique générale de vote » ou *proxy voting guidelines*. Une telle politique se constitue pour chaque résolution soumise à l'assemblée de « critères généraux de

vote » (*proxy voting guidelines*) destinés à être appliqués par les fonds de pension. Cette stratégie de vote s'applique dorénavant en France depuis la recommandation du 23 juillet 1994. Les investisseurs institutionnels américains ont, en effet, l'obligation de voter dans les sociétés étrangères. Toutefois, chaque fonds de pension possède sa propre stratégie comme nous le montre l'étude de D. Del Guercio, J. Hawkins [1999].

Contrairement aux investisseurs institutionnels français, les contraintes d'optimisation du profit pesant sur les investisseurs institutionnels anglo-saxons sont plus lourdes. Les actionnaires de ces derniers peuvent entreprendre des actions judiciaires en responsabilité fiduciaire dans les cas où ces institutionnels ont pris des décisions contraires à l'intérêt de leurs clients. Cette pression juridique inexistante en France et les choix d'investissements des investisseurs institutionnels français ne les incitent pas à exercer un activisme [R. Mtanios, M. Paquerot 1999, p. 165]. Les OPCVM français mènent une politique d'actionnaires passifs. Une étude effectuée par la société Proxinvest en 1994 montre que les gestionnaires d'OPCVM ne sont que 30 % à voter aux assemblées générales et que 95 % de ces derniers avaient adressé leur pouvoir en blanc au président de la société concernée⁵.

1.2. Les actionnaires individuels dissidents

Aujourd'hui, un français sur dix est actionnaire. On dénombre 5,6 millions d'actionnaires en France (source : Banque de France) et 600 000 personnes passent leurs ordres de Bourse sur Internet (source : Sofres). Certains de ces petits porteurs n'hésitent pas à multiplier les recours judiciaires et à alerter les médias.

1.2.1. Les petits porteurs

Certains actionnaires minoritaires ont la réputation d'être des actionnaires minoritaires « actifs ». Alain Géniteau, administrateur judiciaire en 1980 et, depuis 1995 avocat, est décrit par la presse comme

⁵ In P.H. Leroy [1996], p. 26-29.

« l'esthète des prétoires » se plaisant à faire « du tourisme judiciaire » (*La Tribune*, 11 juillet 1997, p. 24). Avant les élections législatives de 1978, ce dernier avait acheté une centaine de valeurs qui cotaient moins de 50 francs. Depuis la constitution de ce portefeuille d'actions, il étudie les rapports annuels et intente des actions en justice lorsque les intérêts des actionnaires minoritaires sont spoliés. Il a ainsi commencé son activisme en 1992 contre Bernard Tapie, PDG de Testut, en portant plainte pour abus de biens sociaux. En 1995, il vise les banques CFF et Crédit Lyonnais. Après ces deux dossiers, il intente un procès contre la société Lagardère Capital et Management. Jean-Luc Lagardère sera mis en examen pour abus de biens sociaux en octobre 1996. Son activisme continue encore aujourd'hui contre le groupe Lagardère [1997] et la société Elyo [1998].

Les actionnaires individuels actifs sont des actionnaires possédant des compétences judiciaires, tels que Me Géniteau et Me Lattès (affaires Société Fermière du Casino Municipal de Cannes et Bolloré), leur permettant de collecter et de traiter l'information financière. De plus, leur connaissance du droit d'action de la minorité facilite la mise en place d'une procédure judiciaire et augmente sa probabilité de succès. Les actionnaires individuels non réputés, quant à eux, par leur activisme utilisent un « levier collectif » [M. Useem 1996, p. 9] en mandatant les associations d'actionnaires ou en faisant appel à des professionnels tels que la société belge Déminor dirigée par Eric Coppieters, la société Global Proxy Services Corporation présidée par l'avocate Sophie L'Hélias ou des sociétés de conseils en vote telles que la société Proxinvest dirigée par Pierre Henry Leroy.

1.2.2. Les actionnaires-salariés non-dirigeants

Les actionnaires-salariés ont la possibilité d'exercer un contrôle actif sur les décisions de la coalition de contrôle en créant ou en rejoignant une coalition dissidente. Ces actionnaires se réunissent sous la forme « associationnelle ». La plus vieille de ces associations est l'association AVAS (Association Volontaire des Actionnaires Salariés), créée en 1986, au sein d'Elf Aquitaine. Cette dernière est membre de la FAS

(Fédération de l'Actionnariat des Salariés). Son activisme se traduit notamment par la publication d'une lettre d'informations intitulée « Avascope » et de conseils pratiques adressée chaque trimestre aux adhérents. Cette association ne cesse de se battre pour obtenir un siège au conseil d'administration du groupe. Le 22 mars 2000, elle a déposé quatre projets de résolutions. Elle contestait la nomination de certains administrateurs et proposait la candidature du président de l'AVAS comme administrateur. Elle demandait également la mise en œuvre des principes de gouvernement d'entreprises définis par le deuxième rapport Viénot et la création de trois comités indépendants. Enfin, elle voulait obtenir des garanties (principes CERES) en matière de risques de pollution. Cependant elle ne disposait pas des 7,2 millions de titres à droit de vote double (sur un total de 723,4 millions d'actions en circulation) nécessaires pour inscrire ces résolutions à l'ordre du jour.

Il est possible que ces associations soient affiliées à des organisations syndicales. Chez Thomson, pour contrer l'APAT, une association jugée trop proche de la direction, la CGT et Supper (Syndicat autonome maison) ont créé une chapelle concurrente. Les frictions entre associations et syndicats se sont également réveillées chez Usinor à l'occasion de l'attribution des sièges au conseil de surveillance des fonds communs de placement. Les moyens de pression des associations d'actionnaires-salariés peuvent ainsi se faire par voies politiques ou syndicales. Cependant, les membres de ces associations peuvent également être affiliés à la coalition de contrôle, si cette dernière leur offre des avantages directs tels qu'un sursalaire ou des promotions ainsi que le maintien de leur emploi. « *Leur motivation à contrôler efficacement les dirigeants sera alors une fonction croissante de leur investissement spécifique à la firme, tant en capital humain qu'en actions, mais aussi de leur degré d'indépendance (surtout pour les administrateurs) vis-à-vis de la coalition de contrôle* » [P. Desbrières 1997, p. 416].

Une participation minoritaire, même réduite, peut, comme nous venons de le montrer, influencer les décisions des autres actionnaires ainsi que la gestion de l'entreprise. À partir de l'analyse des choix d'investissements des actionnaires minoritaires, de leurs compétences judiciaires et de leurs compétences d'analystes financiers, on constate

que cette influence varie pour chaque groupe d'actionnaires minoritaires classés en fonction de leur statut juridique. Les sociétés de capital-investissement et les *joint-venture* exercent une influence permanente sur les opérations commerciales et financières de l'entreprise. Leur pouvoir leur confère la surveillance de la société. L'influence exercée par les fonds de pension américains est différente. Elle est liée à leur pouvoir de persuasion sur la coalition de contrôle, qui se traduit par la mise en place de moyens formels (publication d'une liste noire des entreprises les moins performantes, mise en place d'une bataille de procuration ou d'actions judiciaires) ou de moyens informels (appels téléphoniques, réunions informelles). Les petits porteurs exercent également une influence ponctuelle [A. Brunet 1998]. Leur influence est basée sur un pouvoir de persuasion issu de leurs droits individuels ou collectifs à agir en justice. A. Orléan qualifie ce pouvoir de « pouvoir d'opinion » [1999, p. 210]. Le contrôle exercé sera alors qualifié de « latent » [R. Chaganti, F. Damapour 1991, p. 480].

Une typologie des actionnaires minoritaires actifs nous a paru nécessaire (tableau n° 1, p. 11) afin de distinguer les actionnaires minoritaires dissidents, objet de notre étude, exerçant un contrôle minoritaire latent de ceux exerçant un contrôle actif et passif. Le contrôle passif est exercé par des actionnaires minoritaires ayant une attitude de « passager clandestin »⁶, ou par des actionnaires ayant parallèlement un statut de créancier ou de salarié. Ces actionnaires sont supposés être affiliés à la coalition de contrôle en raison de leurs liens contractuels. Ainsi l'activisme actionnarial s'exerce à différents degrés. Peut-on, dès lors, en déduire que l'identité des actionnaires minoritaires actifs aura un impact sur le succès de l'activisme des actionnaires minoritaires ?

⁶ En fonction de leurs anticipations sur la valeur future des cash-flows nets distribués, les actionnaires minoritaires auront deux attitudes : soit un comportement de « passager clandestin », soit un comportement de retrait. Dans le premier cas, ils anticipent une augmentation de la valeur des *cash flows* nets distribués après une OPA (Offre Publique d'Achat). Ils espèrent alors, en restant actionnaires de la société, profiter des opportunités d'amélioration des capacités productives de la firme sans engager de dépense. Dans le cas contraire, ils céderont leurs actions à l'offrant [S. Grossman, O. Hart 1980].

2. Une typologie de l'activisme des actionnaires minoritaires

L'activisme des actionnaires minoritaires est un processus complexe et varié. Il prend plusieurs formes : actions collectives ou individuelles, actions judiciaires et/ou batailles de procurations.

Tableau 1 – *Une typologie des actionnaires minoritaires actifs*

	Information ⁷	Influence	Contrôle
Les petits porteurs	Information faible, non standardisée et illisible Mandat donné à des structures spécialisées (Proxinvest) afin d'évaluer les conséquences des résolutions de vote et des opérations de restructuration sur la richesse des actionnaires. Certaines entreprises cotées menant une stratégie de fidélisation de leur actionnariat divulguent une information retraitée et facile d'accès, sous la forme de rapports annuels allégés et de lettres envoyées aux actionnaires.	Influence temporaire Possibilités d'utilisation d'un levier collectif (création d'associations) ; pressions judiciaires, politiques (sous la forme d'une bataille de procuration) et médiatiques.	Contrôle passif ou latent Contrôle passif si attitude de « passager clandestin ». Dans le cas contraire, le contrôle sera latent.
Les actionnaires salariés	Information spécifique liée à leur double statut d'actionnaire et de salarié. L'information est transmise au moyen de supports de communication interne (journaux internes, comités d'entreprise, serveurs informatiques...) ou de supports spécifiques (lettres dédiées, numéros verts...).	Influence temporaire Pressions politiques ou syndicales. Création d'associations d'actionnaires-salariés.	Contrôle passif / latent Si affiliation à la coalition de contrôle, le contrôle sera passif. Dans le cas contraire, il sera latent et fonction de leurs choix d'investissement entre le capital humain et leurs actions.
Les fonds de pension privés ou publics américains	Information lisible Les contraintes de liquidité importante pesant sur les investisseurs institutionnels étrangers les incitent à collecter une information en temps réel. Cette information sera traitée par des analystes financiers. Des rencontres périodiques, directes et bilatérales avec les représentants des sociétés, où ils sont le plus souvent accompagnés par des analystes financiers leur permettent de suivre leurs investissements.	Influence latente Pressions médiatiques, judiciaires et politiques	Contrôle latent Ce contrôle s'exerce en fonction d'objectifs fixés par les fonds de pension tels que l'augmentation de la valeur actionnariale, l'annulation de certaines clauses statutaires...
Les banques - assurances	Information spécifique Information privée, abondante et secrète	Influence continue Pressions sensibles et surtout fi-	Contrôle passif ou actif Hypothèse d'affiliation à la coalition de contrôle [Brickley et al 1988].

⁷ D'après un sondage SOFRES réalisé en 1996 sur les porteurs de valeurs mobilières et utilisé dans le *Bulletin COB*, 1997, « La communication financière des sociétés cotées », n° 313, p. I-XXXVII.

		nancières. Relations bilatérales secrètes	
Les sociétés de capital-risque	Information spécifique Liée à leurs droits supplémentaires d'information ou de consultation	Influence continue Droits aux décisions supplémentaires	Contrôle actif Investisseurs stratégiques risquant d'être assimilés à des dirigeants de fait.

Il est possible que lors du déroulement d'une bataille de procurations, une action judiciaire, voire plusieurs, soient engagées afin de prolonger la phase de sollicitation des votes. De même, une « bataille judiciaire » peut être accompagnée d'une à plusieurs batailles de procurations, sachant que la durée de l'activisme peut varier de quelques mois à plusieurs années. Les actionnaires minoritaires doivent s'armer de patience pour obtenir réparation(s) des préjudices subis. Les procédures du Comptoir des Entrepreneurs et de Sedri ont duré neuf ans. Seule la décision de la cour d'appel est connue à l'heure actuelle. Il est, en effet difficile, de donner la durée moyenne d'une procédure judiciaire. Les dissidents déboutés une première fois devant la cour d'appel peuvent demander un pourvoi devant la Cour de cassation. Toutefois, cette première phase judiciaire peut être suivie par une nouvelle décision de la cour d'appel jusqu'à la décision définitive de la Cour de cassation.

Afin de mieux comprendre la grande variété et la complexité du processus d'activisme des minoritaires, ainsi que la diversité des situations rencontrées, nous avons opté pour une approche descriptive du processus⁸, « *considérant que ceux-ci peuvent être traduits par leurs composants (phases et acteurs impliqués)* » [G. Guieu 1999, p. 54]. Une meilleure connaissance des étapes et des stratégies mises en œuvre par les différents acteurs lors des procédures judiciaires et des batailles de procurations nous semble nécessaire pour la compréhension du modèle français.

⁸ Cette seconde partie est basée sur une revue de la littérature anglo-saxonne et de la littérature juridique (*Revue des Sociétés*, *Bulletin Joly* et la base de données *Juridique Lamy*) ainsi que sur des articles de la presse financière (*Les Échos* et *La Tribune*). Nous n'avons pas pu mener d'entretiens semi-directifs avec les associations, ces dernières ayant répondu négativement à nos appels sauf l'Association Européenne de Défense de l'Épargne.

L'activisme met en œuvre un ensemble d'activités d'influence⁹ (activités discursives caractérisées par une dichotomie entre persuasion et pression) qui apparaissent de façon continue ou ponctuelle tout au long du processus d'activisme.

2.1. Les activités de lobbying

Les actionnaires minoritaires dissidents exercent une activité d'influence sur le contenu des articles de presse et sur l'opinion générale afin de gagner en notoriété et de nuire à la réputation de la coalition de contrôle par un brusque mouvement boursier. À partir d'un échantillon de dix sociétés, de 1987 à 1988, M.P. Smith [1996] montre que deux jours après l'annonce publique d'un activisme par le fonds CalPERS, les rentabilités anormales sont devenues significativement négatives. Par exemple, le 17 septembre 1998, la société française, Alcatel, dont le capital était détenu à hauteur de 15 à 20 % par des fonds de pension et des fonds mutuels américains et à 20 % par des fonds de pension britanniques a vu son cours de bourse chuter de 38,4 % après une annonce pessimiste par le président d'Alcatel sur les bénéfices de la société. L'environnement médiatique joue un rôle important « *tant par les informations qu'il diffuse, que par les jugements de valeur émanant des journalistes dont l'influence peut être importante* » [G. Charreaux 1997, p. 429]. La voie médiatique n'est pas utilisée de manière systématique par tous les actionnaires minoritaires dissidents. Les fonds de pension, TIAA-CREF et SWIB (*State of Wisconsin Investment Board*), refusent le recours à ce processus. Une phase de négociation préalable à une contestation publique et à la mise en place d'un processus de sollicitation des votes sera privilégiée [D. Del Guercio, J. Hawkins 1999, p. 305].

Les actionnaires dissidents peuvent également mener leur activité d'influence plus loin en s'adressant aux autorités de marché et à l'État

⁹ Selon P. Milgrom, J. Roberts [1997], les activités d'influence sont des « *activités destinées à influencer les décisions des autres dans son propre intérêt. Au sein des organisations, ces activités visent souvent à la redistribution*

afin que des réformes de textes législatifs et réglementaires soient entreprises. Ce processus peut être « chaotique » car il s'accompagne d'une procédure longue caractérisée par de nombreuses annulations de décisions judiciaires antérieures, par l'apparition d'une jurisprudence abondante et « contradictoire » et par des débats parlementaires [J.F. Dubot 1998, p. 125]. Certaines associations telles que l'ADAM mènent une activité de *lobbying* afin d'améliorer la protection juridique des actionnaires minoritaires. Elle poursuit un objectif clair « faire avancer la jurisprudence » vers une meilleure protection des épargnants. Aujourd'hui, les associations d'actionnaires demandent la publication de la liste des titres bloqués avant les assemblées (comme cela se pratique aux États-Unis) afin de fédérer les votes des actionnaires individuels. Cependant, ces actions judiciaires répétitives, la médiatisation du conflit judiciaire et les actions associationnelles qui caractérisent le modèle français de l'activisme semblent augmenter sa probabilité de succès.

2.2. *Les activités de sollicitation de votes*

L'activisme en tant que processus a été analysé récemment [S. Wahal 1996 ; W.T. Carleton et *al.* 1998 ; D. Del Guercio, J. Hawkins 1999]. Seul l'activisme exercé par quelques fonds de pension américains (CalPERS, TIAA-CREF, SWIB, CalSTRS et NYC) a fait l'objet d'une typologie. S. Wahal souligne que « *ce processus d'activisme est identique pour la plupart des fonds, mais les caractéristiques de la procédure varient en fonction de ces derniers et changent tout le temps* » (p. 5). De plus, cet activisme institutionnalisé et coordonné ignore les actions judiciaires, caractéristique du modèle français ainsi que les activités d'influence menées par les associations d'actionnaires.

Le processus d'activisme français débute par une phase de négociation et/ou une phase de médiatisation constitutive d'un processus de *lobbying* entre les actionnaires dissidents et la coalition de contrôle. Cette première étape confidentielle ou médiatique poursuit deux objec-

des rentes et des quasi-rentes et se manifestent sous la forme de jeux de pouvoir et de distorsion d'informations » (p. 781).

tifs. Premièrement, l'actionnaire dissident négocie des arrangements privés et confidentiels avec la coalition de contrôle en utilisant des moyens formels ou informels tels que des appels téléphoniques ou l'envoi de courriers. Le dissident peut également envoyer une lettre aux autorités de marché mentionnant les infractions de certaines sociétés cotées. Dans les cas d'échec des arrangements privés et dans les cas d'approbation des opérations contrôlées par les autorités de marché à la demande du dissident (pas d'enquête décidée par la COB, attribution du visa par la COB, aucune sanction administrative prononcée), ce dernier peut décider de poursuivre son activisme en exerçant des activités d'influence coercitives.

La médiatisation du conflit vise à exercer une pression plus forte sur la coalition de contrôle et à former une coalition dissidente réunissant un grand nombre de votes. Cette phase peut être composée de campagnes individuelles menées par un actionnaire minoritaire dissident ou elle peut être une activité coordonnée par plusieurs dissidents. Ainsi, lors de l'assemblée générale d'Eurotunnel du 26 juin 1996, l'hebdomadaire *Investir* s'est chargé de la collecte des mandats de vote. Il a réuni 33 % du capital, soit la minorité de blocage. Lors de la bataille de procurations opposant le groupe André à deux investisseurs anglo-saxons, l'investisseur financier franco-britannique Guy Wyser-Pratte a mis en place une campagne de publicité d'une semaine dans la presse suisse et luxembourgeoise. Il avait demandé par lettre adressée le 26 janvier 2000 à Jean-Claude Sarrazin, PDG du groupe André, de disposer de deux sièges au sein du Conseil de surveillance, pour lui-même et pour l'avocate S. L'Hélias. Il demandait également la création d'un comité de conflits d'intérêts composé exclusivement de membres indépendants. Le fonds britannique NR Atticus avait opté pour la publication d'encarts dans les journaux afin de demander aux actionnaires « passifs » de se joindre à leur action d'annulation du report de l'assemblée générale demandée par la coalition de contrôle. Ainsi, lors de l'assemblée générale du 05 avril 2000, NR Atticus et Guy Wyser-Pratte ont réussi leur bataille de procurations en obtenant la révocation du conseil de surveillance, le changement de président du directoire et du conseil de surveil-

lance et l'acquisition de quatre sièges pour NR Atticus et d'un siège pour Guy Wyser-Pratte.

U. Battacharya [1997, p. 1067] montre que cette activité, composée d'actions en communication assimilées à des actions de *lobbying* (appels téléphoniques, campagnes médiatiques, publicité légale), a pour fonction de solliciter les votes d'une coalition minoritaire passive, mais aussi, « d'un actionnaire pivot ». Cet actionnaire, détenteur de bloc non contrôlant ou investisseur institutionnel, a pour rôle de résoudre le problème de « passager clandestin » (p. 1069). Il suppose, en effet, que la participation de ce dernier aux votes est déterminante pour la réussite de l'activisme car il possède des compétences d'analystes financiers et des ressources financières. Certaines études empiriques réfutent cette dernière hypothèse [J.M. Bizjak, C.J. Marquette 1998]. En France, les petits porteurs, les actionnaires-salariés et les investisseurs institutionnels étrangers créent ou mandatent les associations d'actionnaires pour remédier à ce problème de « passager clandestin » et jouent le rôle « d'actionnaire pivot ». Ce phénomène est assez récent puisqu'il a été institué par la Loi du 23 juin 1989 reconnaissant aux associations d'investisseurs la possibilité d'agir en justice et par la Loi du 8 août 1994 qui permet aux associations d'actionnaires de demander la réparation d'un préjudice individuel. Les actionnaires dissidents utilisent également l'aide de structures spécialisées dans la défense telles que la société belge Déminor, mais qui, à la différence des associations ont une vocation commerciale [A. Couret 1992, p. 33].

La coalition dissidente rencontre d'autres obstacles : ceux de l'asymétrie informationnelle et de la stratégie d'enracinement mise en place par la coalition de contrôle. En effet, les assemblées ont souvent lieu les jours ouvrés, pendant les heures de bureau, loin du domicile de l'investisseur. L'information préalablement transmise peut être difficilement lisible. Les actionnaires n'ont pas toujours accès à l'information interne en liaison directe avec le processus de création de valeur. Il est également coûteux en temps et en argent d'organiser un consensus avec plusieurs minoritaires. Cette coalition doit obtenir la liste des actionnaires (les nominatifs et ceux ayant demandé une carte d'administration à l'assemblée) disponible quinze jours avant l'assemblée

générale, les contacter, les convaincre dans un délai bref — vingt cinq jours avant la date de l'assemblée générale ou dix jours après l'avis inséré au BALO (Bulletin des Annonces Légales Obligatoires) –, mais aussi collecter et traiter l'information nécessaire à leur activisme. Il lui est donc nécessaire d'avoir des compétences en droit des sociétés et en droit boursier, des connaissances sur les différentes étapes légales d'une assemblée générale et sur le déroulement des processus de prise de contrôle. Pour remédier à ces difficultés, les actionnaires dissidents créent ou mandatent des associations d'actionnaires ainsi que des professionnels de la défense des intérêts des minoritaires. De plus, ils mettent en œuvre un ensemble d'actions judiciaires ayant pour objectifs d'obtenir un complément d'informations, de rallonger le délai de sollicitation des votes, d'influer sur la valeur de leurs titres et d'organiser leur sortie de la société visée.

2.3. Les activités judiciaires

Selon D. Schmidt [1970, p. 136], les actionnaires minoritaires ne peuvent agir qu'en recourant aux tribunaux. L'exercice de ce droit d'action a pour finalités : d'annuler des décisions adoptées, de réclamer la réparation du ou des préjudices subis, de demander la responsabilité pénale et civile de la coalition de contrôle, de demander une expertise de gestion, de nommer un mandataire de justice en tant que conciliateur et médiateur et de négocier le retrait de la société visée.

Le droit d'action de la minorité est proportionnel au pourcentage de capital détenu individuellement ou collectivement. Au cours d'un processus d'activisme répondant à une stratégie de prise de parole et/ou à une stratégie de retrait, la coalition dissidente réunissant 10 % du capital de la société visée peut demander la nomination d'un administrateur judiciaire et/ou une expertise de gestion. La mission de l'administrateur judiciaire sera alors de provoquer la tenue d'une nouvelle assemblée générale. La demande peut être également faite par une association d'actionnaires qui ne détiennent pas collectivement ce pourcentage de capital (Loi du 8 août 1994, art. 30). L'intérêt de cette nomination est qu'elle permet à des actionnaires minoritaires lésés ou mécontents de

l'affectation des bénéficiaires, par exemple, de prolonger ou de renouveler une bataille de procurations et, par conséquent, d'augmenter sa probabilité de succès. L'expertise de gestion est également un moyen judiciaire utilisé par une coalition dissidente. Ses conditions d'application ont été réaffirmées par la jurisprudence. Elle présente l'intérêt de permettre à la minorité non correctement informée sur telle ou telle opération de gestion de réduire l'asymétrie informationnelle sur une ou plusieurs opérations de gestion déterminées. Cependant, Y. Guyon [1994, p. 463] souligne que « *les résultats produits par l'expertise sont décevants* ». Le seul intérêt de l'expertise est qu'elle permet d'apporter la preuve d'une action en responsabilité ou en annulation et, dans les faits, elle reste le procédé de protection le plus souvent utilisé par la coalition dissidente. Les procédures judiciaires interminables, les frais de procès élevés et les réparations civiles incertaines voire insuffisantes n'incitent pas les actionnaires minoritaires à se porter partie civile.

On constate que, dans les faits, les actionnaires minoritaires mènent une action collective afin de sortir de la société visée avec un prix réévalué. Cette stratégie de retrait qualifiée par A. Couret [1996, p. 4] de « *stratégie de harcèlement* » a pour caractéristique d'exercer une pression temporaire sur la société afin de « *valoriser une éventuelle sortie à un prix sans commune mesure avec la valeur réelle des titres* ». Les objectifs de la coalition dissidente sont alors, soit d'apporter la preuve d'une action de concert¹⁰, soit d'invoquer l'article 5-6-6 du Règlement général du CMF pour déclencher une procédure de retrait obligatoire.

Le but de l'action de concert est de soumettre aux mêmes obligations que celles incombant à une personne détenant directement ou indirectement des droits de vote ou des actions, les personnes qui ont conclu un accord « *en vue d'acquérir ou de céder des droits de votes ou en vue d'exercer des droits de vote pour mettre en œuvre*

¹⁰ L'action de concert a été introduit en droit français par la Loi n° 89-351 du 2 août 1989. Elle correspond à un accord conclu en vue d'acquérir ou de céder des droits de vote ou en vue d'exercer des droits pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société. Il faut noter que la coalition minoritaire peut

une politique commune vis-à-vis de la société » (art. 356-1-3 de la Loi du 24 juillet 1966). L'intérêt de cette notion juridique est qu'en agrégeant le pourcentage des droits de vote ou des actions détenus par des actionnaires concertistes, elle oblige ces derniers à faire des déclarations de franchissement de seuil, à déposer une offre publique devenue obligatoire ou une garantie de cours ou une offre de retrait. Il appartient au CMF de préciser cette notion. Il a été ainsi amené à se forger une « jurisprudence » suite aux recours déposés par les actionnaires minoritaires. L'ADAM, le 30 octobre 1997, a estimé qu'en vertu d'une chaîne interrompue de contrôle de la Générale des Eaux sur Havas et de Havas sur Canal Plus, la Générale des Eaux agissant de concert avec Audiopar avait franchi le seuil du tiers du capital de Havas et l'aurait ainsi mise en situation d'offre publique. Cependant, la Cour d'appel de Paris, dans une décision datée du 20 février 1998, a rejeté ce recours. Cette action juridique s'est poursuivie. L'ADAM a formé un second recours contre une décision du CMF accordant à Vivendi une dérogation de lancer une OPA sur sa filiale Canal Plus rejeté par la Cour d'appel, le 20 octobre 98.

L'avantage de la mise en application d'une OPR est de permettre aux actionnaires minoritaires d'obtenir une prime de sortie lorsque les titres sont dévalorisés et ne peuvent trouver d'acquéreur sur un marché devenu atone. L'activisme de la minorité, depuis l'instauration de cette procédure, a été d'apporter la preuve, surtout lors des opérations de fusion, que l'un des événements mentionnés dans l'article 5-6-6 du Règlement général du CMF était rempli.

Conclusion

L'analyse processuelle de l'activisme des actionnaires minoritaires en France est une étape nécessaire à la construction d'un modèle explicatif. Contrairement au modèle américain, cet activisme se caractérise par un ensemble de processus stratégiques de décision publique (le *lob-*

être aussi accusée d'action de concert par des actionnaires majoritaires (« affaire André »).

bying), de négociation, de bataille de procurations et de batailles judiciaires. Ils se traduisent par un ensemble d'activités d'influence organisées en réseaux de manière séquentielle ou parallèle. L'activisme français présente la particularité de mettre en œuvre des mécanismes alternatifs de contrôle tels que la création ou le recours à une association d'actionnaires. Ce mécanisme de contrôle de nature intentionnelle, spécifique ou non¹¹, présente l'avantage de remédier au problème du « passager clandestin ». La stratégie défensive ou offensive des actionnaires minoritaires se traduit généralement par le recours systématique à la procédure judiciaire en tant « *qu'outil de gestion de la communication* » [A. Couret, G.A. de Sentenac 1990, p. 103]. Or, le choix de ces activités d'influence dépend de la composition de la coalition dissidente [tableau 2] et il détermine la probabilité de succès de l'activisme.

¹¹ « *Est considéré comme spécifique, tout mécanisme propre à l'entreprise délimitant le pouvoir discrétionnaire des dirigeants, dans le sens où son action influence exclusivement les décisions des dirigeants de cette entreprise.* » [G. Charreaux 1997, p. 425].

Tableau 2 – *Une typologie de l'activisme des actionnaires minoritaires en France*

Actionnaires minoritaires actifs	Objectifs d'activisme	Sous processus	Les stratégies des actionnaires et les différentes étapes du processus d'activisme
Petits porteurs	Annuler les mesures : - verrouillant le capital de la société (clauses statutaires limitant les droits de vote des minoritaires) ; - diluant le capital détenu par ces derniers telles que les opérations de « coup d'accordéon » ¹² sans droit préférentiel de souscription ; - divulguant une information inintelligible, sélective, non sincère, trompeuse et tardive ; - opérant un transfert de richesses vers la coalition de contrôle au détriment des minoritaires (mise sous réserve systématique des bénéfices sans distribution de dividendes pendant plusieurs exercices consécutifs) [E. Cohen 1997]. Négocier une prime de sortie [A. Couret 1996]	ADAM Processus de <i>Lobbying</i> et processus judiciaire	« Activisme agressif » : activisme éventuellement coordonné avec d'autres associations telles que l'ANAF se caractérisant par une médiatisation systématique du conflit et par l'utilisation de « vides juridiques ».
		ANAF* Bataille de procurations	Vote, aux assemblées générales, contre les clauses « anti-OPA ». « Activisme consensuel » et occasionnellement coordonné.

¹² La pratique du « coup d'accordéon » est une technique consistant à réduire le capital à zéro, dans un premier temps, afin d'apurer les pertes et de procéder à une augmentation de capital, dans un second temps.

		AEDE** Processus de lobbying et processus judiciaire	Activisme uniquement judiciaire. « <i>Il est possible pour des actionnaires de gagner les recours qu'ils intentent à l'encontre des dirigeants qu'ils ont désignés pour les fautes sociales que ceux-ci ont commises</i> » (Communiqué de l'AEDE, 13 octobre 1999).
		Déminor	La société belge refuse les trois quarts des dossiers qui lui sont présentés en France. « <i>La moitié ne sont pas assez solides</i> », explique Eric Coppieters, « <i>quant au reste, il s'agit souvent de tentatives de chantage pour obtenir une indemnisation</i> ».
		Création d'associations d'actionnaires	Activisme judiciaire caractérisé par des batailles de procuration régulières (AEE***, ADACTE****, ...).
Actionnaires salariés	<ul style="list-style-type: none"> - Demande de représentation minoritaire au conseil d'administration. - Amélioration des performances financières. - Demandes plus spécifiques (adoption de normes européennes pour préserver l'environnement). - Mise en place d'un plan de redressement avec maintien de l'emploi. - Appropriation de rentes. 	<ul style="list-style-type: none"> Batailles de procurations Création ou adhésion à une association d'actionnaires-salariés 	<p>Si l'objectif est la demande d'indemnisations suite à un préjudice subi ou si l'entreprise connaît des difficultés financières, l'activisme sera caractérisé par des activités judiciaires accompagnées de batailles de procuration.</p> <p>Si l'objectif est d'obtenir le contrôle minoritaire de la société, alors l'activisme sera une bataille de procurations.</p>
Investisseurs institutionnels anglo-saxons	<ul style="list-style-type: none"> - Adoption des critères de gouvernement d'entreprises mentionnés dans les deux rapports Viénot. - Maximisation de la performance financière. 	<ul style="list-style-type: none"> Batailles de procuration Processus de lobbying et processus judiciaire 	« Activisme consensuel ou agressif » en fonction de l'identité du fonds de pension. Mandat donné aux associations d'actionnaires ou à des sociétés professionnelles.
Investisseurs financiers	<ul style="list-style-type: none"> - Contrôle minoritaire ou majoritaire. - Maximisation de la valeur actionnariale. 	Processus de lobbying et judiciaire	« Activisme consensuel ou agressif »

- * ANAF : Association Nationale des Actionnaires Français
- ** AEDE : Association Européenne de Défense de l'Épargne
- *** AEE : Association pour l'Action Eurotunnel
- **** ADACTE : Association de Défense des Actionnaires d'Eurotunnel

Bibliographie

- Anthony L., Nekkaz R. [1997], *Splendeurs et misères des petits porteurs*, Fixot.
- Baudru D., Kechidi M. [1998], « Les investisseurs institutionnels étrangers vers la fin du capitalisme à la française ? », *Revue d'Économie Financière*, n° 48, p. 93-105.
- Bhattacharya U. [1997], « Communication Costs, Information Acquisition, and Voting Decisions in Proxy Contests », *The Review of Financial Studies*, vol. 10, n° 4, p. 1069-1098.
- Bizjak J.M., Marquette C.J. [1998], « Are Shareholder Proposals all Bark and no Bite ? Evidence from Shareholder Resolutions to Rescind Poison Pills », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 33, n° 4, p. 499-522.
- Brickley J., Lease R. et Smith C. [1988], « Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 267-291.
- Brunet A. [1998], « Le contrôle des minoritaires – I. Le contrôle du gouvernement des sociétés cotées par la minorité en droit français », *Les Petites Affiches*, 14 octobre, n° 123.
- Burkart O., Charlety P. [2000], « Les fonds de pension et le rôle des actionnaires importants dans le gouvernement des entreprises », in C. Bismut, N. El Mekkaoui-de Freitas, *Fonds de pension – aspects économiques et financiers*, Économica.
- Caby J., Hirigoyen G. [1997], *La création de valeur de l'entreprise*, Économica.
- Carleton W. T., Nelson J. M. et Weisbach M. S. [1998], « The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations : Evidence from TIAA-CREF », *The Journal of Finance*, vol. 53, n° 4, p. 1335-1362.

- Chaganti R.S., Damanpour F. [1991], « Institutional Ownership, Capital Structure, and Firm Performance », *Strategic Management Journal*, vol. 12, p. 479-491.
- Charreaux G. [1997], « Vers une théorie du gouvernement des entreprises », in G. Charreaux (Éd.), *Le gouvernement des entreprises*, Économica.
- Charreaux G., Desbrières P. [1998], « Gouvernement des entreprises et création de valeur », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 2, p. 57-88.
- Choi S. [2000], « Proxy Issue Proposals : Impact of the 1992 SEC Proxy Reforms », *The Journal of Law, Economics, and Organizations*, vol. 16, n° 1, p. 233-268.
- Couret A. [1996], « Le harcèlement des majoritaires », *Les cahiers de recherche de l'ESUG*, n° 139, mars.
- Couret A. [1992], « Restructurations d'entreprises et contraintes des actionnaires minoritaires dans l'espace européen », *Les cahiers de recherche de l'ESUG*.
- Couret A., De Sentenac G.A. [1990], « Le conflit judiciaire comme instrument de communication », *Revue Française de Gestion*, n° 81, novembre-décembre, p. 103-107.
- De Angelo H., De Angelo L. [1989], « Proxy Contests and the Governance of Publicly Held Corporations », *Journal of Law and Economics*, n° 23, p. 29-59.
- Del Guercio D., Hawkins J. [1999], « The Motivation and Impact of Pension Fund Activism », *Journal of Financial Economics*, vol. 52, p. 293-340.
- Desbrières P. [1997], « Le rôle de l'actionnariat des salariés non-dirigeants dans le système de gouvernement d'entreprise », in G. Charreaux (Éd.), *Le gouvernement des entreprises*, Économica.
- Dodd P., Warner J. [1983], « On Corporate Governance : A Study of Proxy Contests », *Journal of Financial Economics*, vol. 11, p. 401-438.
- Dubot J.F. [1998], « Le lobby : un 'acteur rhétorique' ? », *Revue Française de Gestion*, n° 119, juin-juillet-août, p. 117-130.
- Férone G. [1997], *Le système de retraite américain*, Montchrestien.

- Gordon L.A., Pound J. [1993], « Information, Ownership Structure and Shareholder Voting : Evidence from Shareholder Sponsored Corporate Governance Proposals », *Journal of Finance*, vol. 48, n° 2, p. 697-718.
- Grossman S, Hart O. [1980], « Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation », *Bell Journal of Economics*, p. 42-64.
- Guiou G. [1999], « Prise de contrôle d'entreprise : une analyse des processus », *Revue Française de Gestion*, n° 123, mars-avril-mai, p. 54-64.
- Guyon Y. [1994], *Le droit des affaires*, Économica.
- Hirschman A. O. [1970], *Exit, voice and loyalty*, Harvard University Press, traduction française, *Face au déclin des entreprises et des institutions*, Les Éditions Ouvrières, Éditions Économie et Humanisme, 1972.
- Leroy P.H. [1996], « Le vote des actionnaires, décision financière (1^{re} partie) », *Option Finance*, n° 384, 2 janvier, p. 26-29.
- Milgrom P. , Roberts J. [1997], *Économie, organisation et management*, PUG.
- Mtanios R., Paquerot M. [1999], « Structure de propriété et sous-performance des firmes : une étude empirique sur le marché au comptant, le règlement mensuel et le second marché », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 2, n° 4, p. 157-179.
- Nekhili M. [1997], « La discipline par les banques », in G. Charreaux (Éd.), *Le gouvernement des entreprises*, Économica.
- Onnée S. [1998], *Motivations et effets attendus du retrait de la cote : le cas français*, Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, Université de Grenoble 2.
- Orléan A. [1999], *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob.
- Poitrin F. D. [1994], « Contrôle par l'investisseur minoritaire : les outils et les risques », *Banque*, n° 554, décembre, p. 28-33.
- Pound J. [1988], « Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 237-265.
- Prevost A.K., Rao R.P. [2000], « Of What Value are Shareholder Proposals Sponsored by Public Pension Funds ? », *Journal of Business*, vol. 73, n° 2, p. 177-204.

- Rediker K.J., Seth A. [1995], «Boards of Directors and Substitution Effects of Alternative Governance Mechanisms », *Strategic Management Journal*, vol. 16, p. 85-99.
- Schmidt D. [1970], *Les droits de la minorité dans la société anonyme*, Thèse Sirey, Biblio. Dr. Com.
- Schwab S. J., Thomas R. S. [1998], «Realigning Corporate Governance : Shareholder Activism by Labor Unions », *Michigan Law Review*, n° 96, p. 1018-1094.
- Sherman H., Beldona S. et Joshi M. P. [1998], « Institutional Investor Heterogeneity : Implications for Strategic Decisions », *Corporate Governance*, July, vol. 6, n° 3, p. 166-173.
- Smith M. P. [1996], «Shareholder Activism by Institutional Investors : Evidence from CalPERS », *Journal of Finance*, n° 1, p. 227-252.
- Strickland D., Wiles K.W. et Zenner M. [1996], « A Requiem for the USA : Is Small Shareholder monitoring Effective », *Journal of Financial Economics*, vol. 40, p. 319-338.
- Useem M. [1996], « Shareholders as Strategic Asset », *California Management Review*, vol. 39, n° 1, p. 8-27.
- Wahal S. [1996], «Pension Fund Activism and Firm Performance », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, n° 1, p. 1-23.